

# 信用等级公告

联合〔2020〕1125号

---

国家开发投资集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对国家开发投资集团有限公司主体长期信用状况和 2020 年拟面向合格投资者公开发行可续期公司债券（第二期）进行综合分析和评估，确定：

**国家开发投资集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”**

**国家开发投资集团有限公司 2020 年拟面向合格投资者公开发行可续期公司债券（第二期）信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年十月十四日



---

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

## 国家开发投资集团有限公司 2020 年面向合格投资者 公开发行永续期公司债券（第二期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期债券规模：不超过 10.00 亿元（含）

本期债券期限：基础期限为 2 年，在约定的基础期限期末及每一个周期末，公司有权行使续期选择权，按约定的基础期限延长 1 个周期；公司不行使续期选择权则全额到期兑付

还本付息方式：若公司不行使递延支付利息权，每年付息一次；在每个约定的周期末，公司有权选择将本期债券延期，或选择在该周期末全额兑付本期债券

偿付顺序：本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务

续期选择权：本期债券以每 2 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期，或选择在该周期末到期全额兑付本期债券

递延支付利息权：除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为

赎回选择权：（1）公司因税务政策变更进行赎回；由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任时，公司有权对本期债券进行赎回。（2）公司因会计准则变更进行赎回；若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回

评级时间：2020 年 10 月 14 日

### 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对国家开发投资集团有限公司（以下简称“公司”或“国投集团”）的评级反映了公司作为中央企业中的大型国有投资控股公司，在国家重点投资项目建设、国有资产经营等方面，承担了国有资产结构调整职能，受国家支持力度大。目前公司业务涉及基础产业、前瞻性战略性新兴产业、金融及服务业等多个战略业务单元，其中基础产业规模优势明显，金融业务资质齐全；公司资产规模大，盈利能力较好，偿债能力极强。

同时，联合评级也关注到近年来公司债务负担较重，资本支出压力较大以及投资收益存在一定不稳定性；此外，国内经济形势及国际政治环境或将对公司经营带来不利影响。

未来，随着公司在建及拟建电力项目的建设完成，公司电力装机规模将进一步扩大；同时资本市场的持续建设将为公司金融板块的发展创造良好的条件。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

### 优势

1. **公司系重要大型央企集团，国家支持力度强。**公司是国资委下属中央企业中的大型国有投资控股公司，承担部分国家重点投资项目建设、国有资产经营等国有投资重任和国有资产结构调整职能，得到国家的大力支持。

2. **经营规模大，综合实力强。**公司业务多元化发展，其中基础产业板块规模优势明显，市场地位高，竞争实力强。未来随着在建项目投入运营，业务规模将进一步扩大。

3. **公司资本实力强，盈利能力较好。**公司资本实力强，资产质量较好，营业收入规模较

大，盈利能力较好。

### 关注

1. **经营环境压力所造成的不利影响。**2020年以来新冠肺炎疫情使得国内经济形势下行压力增大，需关注国内经济形势或国际政治环境等因素对公司经营带来的不利影响。

2. **债务负担较重，未来仍有资本支出压力。**公司债务规模较大，债务负担较重；且随着公司在建项目的推进，面临较大的资本支出压力。

3. **投资收益存在波动性。**近年来，公司投资收益对营业利润贡献较大，受宏观环境、参股企业经营状况和金融市场行情等因素影响，面临一定波动风险。

### 分析师

张晨露 登记编号（R0040216120003）

张 祎 登记编号（R0040216070001）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

### 主要财务数据：

项 目	2017年	2018年	2019年	2020年 1-6月
-----	-------	-------	-------	---------------

#### 合并口径财务数据

资产总额（亿元）	4,935.52	5,792.96	6,318.55	6,601.36
所有者权益（亿元）	1,557.03	1,818.86	1,950.28	1,998.16
长期债务（亿元）	1,866.81	2,179.78	2,398.27	2,368.77
全部债务（亿元）	2,509.65	3,133.41	3,341.05	3,442.51
营业总收入（亿元）	894.03	1,213.80	1,419.46	625.93
净利润（亿元）	145.97	162.79	161.07	73.75
经营性净现金流（亿元）	11.11	48.22	127.65	273.63
营业利润率（%）	23.44	21.57	19.82	20.39
净资产收益率（%）	10.05	9.64	8.55	3.74
资产负债率（%）	68.45	68.60	69.13	69.73
全部债务资本化比率（%）	61.71	63.27	63.14	63.27
流动比率（倍）	1.11	1.11	1.26	1.24
EBITDA（亿元）	375.05	420.11	448.56	/
EBITDA 利息倍数（倍）	3.38	3.12	3.11	/
EBITDA 全部债务比（倍）	0.15	0.13	0.13	/
EBITDA/本期发债额度（倍）	37.50	42.01	44.86	/

#### 母公司口径财务数据

资产总额（亿元）	966.88	1,223.20	1,411.38	1,380.85
所有者权益（亿元）	466.27	589.45	625.95	625.33
资产负债率（%）	51.78	51.81	55.65	54.71
净利润（亿元）	71.92	23.78	36.12	19.95
净资产收益率（%）	16.78	4.51	5.94	3.19

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，财务数据均为合并口径，均指人民币；2. 2020年1-6月财务数据未经审计，相关指标未年化；3. EBITDA/本期发债额度指标中本期发债额度按20.00亿元进行计算

## 信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

  
  
联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

国家开发投资集团有限公司（以下简称“公司”或“国投集团”），原名“国家开发投资公司”，系根据国务院国函〔1994〕84号文批准，于1994年开始筹备，并于1995年正式成立，初始注册资本58.00亿元，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）为出资人。公司成立之初，业务主要承接了原国家六大专业投资公司约540个划转项目，公司集中精力清理风险项目资产和债权债务纠纷，明晰产权，奠定发展基础。1996年初，基于原有项目资产基础和国家产业政策，公司确立了电力、煤炭、桥路港、建筑材料、化肥、汽车零部件、化纤及化纤原料、电子、医药等重要产业板块，初步整合公司资产，形成了以资产为纽带的母子公司管理架构。

自公司成立之日起至2010年，历经数次增资，公司注册资本由58.00亿元增至2010年末的194.71亿元。2017年11月，经国务院国资委出具国资改革〔2017〕1174号文批准，公司由全民所有制企业整体改制为国有独资公司，改制后公司更为现名，同时以2016年末经审计的净资产出资，公司注册资本增至338.00亿元。2019年8月，财政部、人力资源社会保障部、国资委联合发布《财政部 人力资源社会保障部 国资委关于划转中国石油天然气集团有限公司等35家中央国有企业部分国有资本有关问题的通知》，将公司10%的股权一次性无偿划转给全国社会保障基金理事会（以下简称“社保基金会”）持有。截至2020年6月底，公司注册资本和实收资本均为338.00亿元，其中国务院国资委持有公司90.00%的股权，社保基金会持有公司10.00%的股权；国务院国资委是公司的实际控制人。

公司经营范围为：经营国务院授权范围内的国有资产并开展有关投资业务；能源、交通运输、化肥、高科技产业、金融服务、咨询、担保、贸易、生物质能源、养老产业、大数据、医疗健康、检验检测等领域的投资及投资管理；资产管理；经济信息咨询；技术开发、技术服务。（企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动）。

截至2020年6月末，公司本部下设集团办公厅（董事会办公室、党组办公室）、人力资源部（党组组织部）、战略发展部、运营与安全生产监督部、财务部、法律合规部、审计部等10个职能部门和1个中心；公司纳入合并报表范围内的一级子公司共计25家。

截至2019年末，公司合并资产总额6,318.55亿元，负债合计4,368.27亿元，所有者权益1,950.28亿元，其中归属于母公司所有者权益898.05亿元。2019年，公司营业总收入为1,419.46亿元，净利润为161.07亿元，其中归属于母公司所有者净利润60.34亿元；经营活动产生的现金流量净额为127.65亿元，现金及现金等价物净增加额96.32亿元。

截至2020年6月末，公司合并资产总额6,601.36亿元，负债合计4,603.21亿元，所有者权益1,998.16亿元，其中归属于母公司所有者权益903.42亿元。2020年1—6月，公司营业总收入为625.93亿元，净利润为73.75亿元，其中归属于母公司所有者净利润21.58亿元；经营活动产生的现金流量净额为273.63亿元，现金及现金等价物净增加额199.06亿元。

公司注册地址：北京市西城区阜成门北大街6号-6国际投资大厦；法定代表人：白涛。

## 二、本期债券概况

### 1. 本期债券概况

本期债券名称为“国家开发投资集团有限公司2020年面向合格投资者公开发行永续期公司债券（第二期）”，本期债券发行总规模不超过10.00亿元（含），票面金额为100.00元，按面值平价发行。

本期债券面向合格投资者公开发行，采取网下面向合格投资者询价配售的方式，由公司与簿记管理人根据簿记建档情况进行债券配售。本期债券附设公司续期选择权、递延支付利息权和赎回选择权。

本期债券的基础期限为 2 年，在约定的基础期限期末及每一个周期末，公司有权行使续期选择权，按约定的基础期限延长 1 个周期；公司不行使续期选择权则全额到期兑付。本期债券采用固定利率形式，单利按年计息；如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。

本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。

#### (1) 续期选择权

本期债券以每 2 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期，或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。公司应至少于续期选择权行权年度付息日前 30 个交易日，在相关媒体上刊登续期选择权行使公告。

首个周期的票面利率将由公司与主承销商根据网下向合格投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。首个周期的票面利率为初始基准利率<sup>1</sup>加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率<sup>2</sup>加上初始利差再加 300 个基点。初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，当期基准利率沿用利率重置日之前一期基准利率。

#### (2) 递延支付利息权

本期债券附设公司递延支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如公司决定递延支付利息的，公司应在付息日前 10 个交易日披露《递延支付利息公告》。

递延支付的金额将按照当期执行的票面利率累计计算利息。在下个利息支付日，若公司继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的累计计息金额将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。

#### 强制付息事件及利息递延下的限制事项

强制付息事件：付息日前 12 个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：1) 向股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；2) 减少注册资本。

利息递延下的限制事项：若公司选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：1) 向股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；2) 减少注册资本。

#### (3) 赎回选择权

##### 公司因税务政策变更进行赎回

公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任时，公司有权对本期债券进行赎回。公司有权在法律法规及相关司法解释变更后的首个付息日行使赎回权。相关具体规定见本期债券募集说明书。

##### 公司因会计准则变更进行赎回

1 初始基准利率为簿记建档日前 250 个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期与本期债券基础期限一致的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。  
2 后续周期的当期基准利率为票面利率重置日前 250 个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期与本期债券基础期限一致的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

根据《企业会计准则第37号——金融工具列报》（财会〔2014〕23号）和《关于印发〈金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定〉的通知》（财会〔2014〕13号）以及《永续债相关会计处理的规定》（财会〔2019〕2号）的相关规定，公司将本期债券分类为权益工具。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。公司有权在该会计政策变更正式实施日的年度末行使赎回权。相关具体规定见本期债券募集说明书。

公司将以票面面值加当期利息及递延支付的利息及其孳息（如有）向投资者赎回全部本期债券。赎回的支付方式与本期债券到期本息支付方式相同，将按照本期债券登记机构的有关规定统计债券持有人名单，按照本期债券登记机构的相关规定办理。若公司不行使赎回选择权，则本期债券将继续存续。

除上述两种情况外，公司没有权利也没有义务赎回本期债券。

## 2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金在扣除发行费用后，拟用于补充流动资金。

## 三、行业分析

公司业务经营受电力行业整体运行情况、行业政策影响较大，本报告重点对电力行业进行分析。

### 1. 行业概况

中国电力供需总体平衡，电力装机规模持续增长，但增速逐年下降；非化石能源发电设备装机容量及发电量不断提升，清洁能源替代作用日益突显。2020年一季度受新冠肺炎疫情影响，基建及终端用电需求减弱，2020年二季度经济运行稳步复苏，带动电力投资及电量需求明显回升；受补贴退坡影响，风电“抢装潮”明显，风电工程投资完成额同比增幅较大。

根据中电联统计数据<sup>3</sup>，2016年以来，中国电力投资当年完成规模呈逐年下降趋势。2019年，中国电力投资当年完成额7,995亿元，同比下降2.03%。其中，电源工程建设投资完成3,139亿元，同比增长12.63%，主要由于新增水电和风电投资大幅增长；电网工程建设投资完成4,856亿元，同比下降9.64%，主要由于新增220千伏及以上输电线路和直流换流容量同比大幅下降；农网升级改造及配网建设仍为电网投资的重点。2020年上半年，中国主要电力企业合计完成投资3,395亿元，同比增长21.6%。其中电源工程建设完成投资1,738亿元，同比增长51.5%；电网工程建设完成投资1,657亿元，同比增长0.7%，其中，一、二季度增速分别为-27.4%、13.1%，二季度电网企业加快在建项目复工复产，并加大“新基建”等投资项目开工力度，电力投资快速增长。

<sup>3</sup> 根据中电联披露统计数据，以历年统计报告中期初数据追溯调整上年度期末数据。

图1 近年中国电源及电网投资情况(单位:亿元、%)



资料来源:中电联,联合评级整理

装机容量方面,中国发电装机前期快速扩张并逐步出现产能过剩问题,2016年以来,中国全口径发电设备装机容量增速逐年回落。截至2019年底,中国全口径发电设备装机容量20.11亿千瓦,较上年底增长5.82%,增速下降0.68个百分点。其中,火电装机容量占比最高,为59.21%;水电次之,占比17.73%,装机容量较为稳定;同期,风电和太阳能发电均保持快速增长趋势,但太阳能发电受新增装机规模限制以及平价上网政策导向影响,增速快速下降。近年来,在电源结构改革、清洁能源优先并网发电等鼓励性保障性政策支持下,中国非化石能源发电装机占比逐步提升,截至2019年底约为40.79%,较上年底上升1.00个百分点。截至2020年6月底,中国全口径发电装机容量20.5亿千瓦、同比增长5.5%,其中水电装机容量3.6亿千瓦、火电12.1亿千瓦、核电4877万千瓦、并网风电2.2亿千瓦、并网太阳能发电装机2.2亿千瓦。

图2 近年中国发电装机容量变动情况(单位:万千瓦、%)



资料来源:中电联,联合评级整理

用电需求方面,近年来中国全社会用电量保持增长,但增速波动下降;2019年,全社会用电量同比增长4.47%至72,255亿千瓦时。其中,第一产业用电量平稳增长,对全社会用电量增长的贡献率为1.1%;第二产业及其制造业用电量保持中低速增长,对全社会用电量增长的贡献率为47.9%;第三产业用电量保持较快增长(信息传输/软件和信息技术服务业用电量增幅16.2%,租赁和商务服务业、房地产业、批发和零售业用电量增速均在10%以上),对全社会用电量增长的贡献率为33.1%;城乡居民生活用电量中速增长,对全社会用电量增长的贡献率为17.9%。2019年,多行业用电量提升,带动全国28省份用电量实现正增长。2020年初,受新冠肺炎疫情影响,第二、三产业延期复产复工导致终端用电需求明显下降;3月,伴随国内疫情逐步得以控制,疫情对电力消费影响有所减弱,3月

份全社会用电量同比降幅较2月份收窄5.9个百分点。2020年上半年，中国全社会用电量3.35万亿千瓦时，同比下降1.3%，一、二季度增速分别为-6.5%、3.9%，二季度经济运行稳步复苏是当季全社会用电量增速明显回升的最主要原因，其中4、5、6月份全社会用电量增速逐月上升，反映出社会复工复产、复商复市持续取得进展。

图3 中国发电量、用电量及增幅情况（单位：亿千瓦时、%）



资料来源：中电联，联合评级整理

发电机组运行方面，2019年，伴随装机容量的增长以及用电需求的提高，中国全口径发电设备发电量保持增长，且延续绿色低碳发展趋势。中国实现全口径发电量73,253亿千瓦时，同比增长4.73%。其中，火电发电量较为稳定；非化石能源发电量快速增长至22,803亿千瓦时，同比增长10.17%，占全口径发电量的31.13%，占比同比增长1.54个百分点。发电效率方面，2016年以来，6,000千瓦及以上电厂发电设备利用小时波动增长，2019年为3,825小时，同比减少55小时，主要由于火电和核电发电效率有所下降；但同期水电和太阳能发电设备利用小时数明显提升（水电发电设备利用小时3,725小时，同比增加119小时；太阳能发电设备利用小时1,285小时，同比增加55小时）。2020年上半年，全国规模以上电厂发电量为3.36万亿千瓦时，同比下降1.4%；全国发电设备平均利用小时1,727小时，同比降低107小时。

## 2. 行业关注及政策调整

煤炭价格波动对火电企业经营压力影响较大；在电站开发成本下降以及降低终端用电成本的政策导向下，各电源结构上网电价均呈逐年下降趋势，叠加清洁能源补贴退坡，将影响电力行业整体盈利水平；目前，政策不断推进平价上网，并鼓励清洁能源优先并网发电，同时伴随输配电建设的推进，限电问题得以改善。

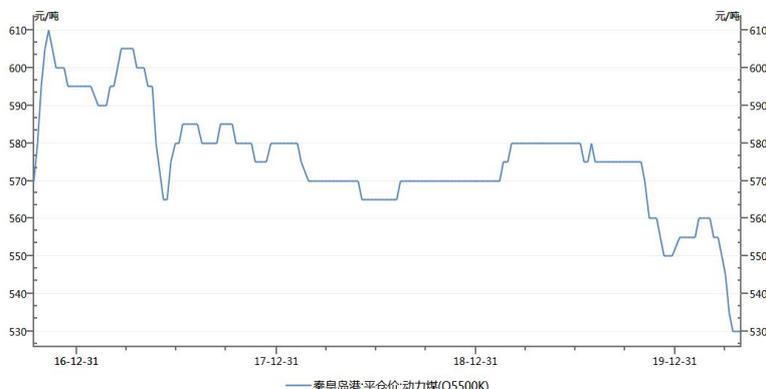
### （1）煤炭价格及供需波动

受煤炭去产能政策的逐步推动以及煤炭下游需求有所回暖影响，煤炭行情于2016年下半年开始复苏。截至2016年11月9日，秦皇岛港动力煤（Q5500k）平仓价达到峰值610元/吨。2017—2019年，秦皇岛港动力煤（Q5500k）平仓价在550元/吨至600元/吨之间震荡。目前，煤炭行业供给侧结构性改革已经渡过了大规模产能清退阶段，后续行业整合将更加深入，但对于行业产能去化潜力有限。

2020年初，新冠肺炎疫情爆发，初期对煤炭生产及运输均有一定负面影响，导致短期内煤炭供应减弱；而同时火电企业为保障电力供应，加强储煤力度，煤炭需求随之增长，导致煤炭价格于2020年初有所回升。随后，政策导向煤炭保供，煤矿复工复产效果较好，主产地煤炭产量持续增加；但

下游电力需求恢复不足，水电、风电等清洁能源替代效应冲击火电需求，叠加天气回暖导致供热用煤需求减弱；煤炭供应充裕，带动煤炭价格回落。

图 4 秦皇岛港 5500 大卡动力煤平仓价



资料来源：Wind

## (2) 上网电价调整

### 光伏电价调整

2019年4月30日，国家发改委发布《国家发展改革委关于完善光伏发电上网电价机制有关问题的通知》（发改价格〔2019〕761号），表示将采用市场化竞价制度下的指导价。综合考虑技术进步等多方面因素，自2019年7月1日起，将纳入国家财政补贴范围的I~III类资源区新增集中式光伏电站指导价分别确定为每千瓦时0.40元、0.45元和0.55元。本次出台的三类资源区指导价即市场化竞价的上限，竞价项目按修正后电价由低到高全国排序、直至出清。此外，采用“自发自用、余量上网”模式的工商业分布式（即除户用以外的分布式）光伏发电项目，全发电量补贴标准调整为每千瓦时0.10元；采用“全额上网”模式的工商业分布式光伏发电项目，按所在资源区集中式光伏电站指导价执行；采用“自发自用、余量上网”模式和“全额上网”模式的户用分布式光伏全发电量补贴标准调整为每千瓦时0.18元；光伏扶贫电站依然未受到政策变动和电价退坡的波及，I~III类资源区上网电价仍分别按照每千瓦时0.65元、0.75元、0.85元执行。

### 风电电价调整

国家发改委于2019年5月21日发布《关于完善风电上网电价政策的通知》（发改价格〔2019〕882号），并于2019年7月1日开始执行。该通知将风电标杆上网电价改为指导价，新核准的风电项目上网电价将通过竞争方式确定。陆上风电方面，2019年I~IV类资源区新核准集中式风电指导价分别调整为每千瓦时0.34元、0.39元、0.43元和0.52元；2020年将分别调整为每千瓦时0.29元、0.34元、0.38元和0.47元；不参与市场化交易的分散式风电项目，执行项目所在资源区指导价，参与市场化交易的分散式风电项目上网电价由发电企业与电力用户直接协商形成，不享受国家补贴；2018年之前核准，但2020年底前仍未完成并网的项目以及2019年1月1日至2020年底前核准，但2021年底前仍未完成并网的项目，国家不再补贴；2021年1月1日起，新核准的风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。海上风电方面，2019年新核准近海风电指导价调整为每千瓦时0.8元，2020年将调整为每千瓦时0.75元；新核准潮间带风电项目通过竞争方式确定的上网电价，不得高于所在资源区陆上风电指导价；对2018年底前已核准，且在2021年底前全部机组完成并网的风电项目，执行核准时的上网电价，2022年及以后全部机组完成并网的风电项目，执行并网年份的指导价。

## 煤电电价调整

随着电力市场化改革的不断深化，竞争性环节电力价格加快放开，燃煤发电标杆上网电价机制已难以适应形势发展，2019年10月21日，国家发展和改革委员会发布《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》（发改价格规〔2019〕1658号，以下简称“《指导意见》”）。《指导意见》提出将燃煤发电标杆上网电价机制改为“基准价+上下浮动”的市场化价格机制，基准价按当地燃煤发电标杆上网电价确定，浮动幅度范围为上浮不超过10%、下浮原则上不超过15%，对电力交易中心依照电力体制改革方案开展的现货交易，可不受此限制；国家发改委将根据市场发展适时对基准价和浮动幅度范围进行调整；暂不具备市场交易条件或没有参与市场交易的工商业用户用电对应的电量以及燃煤发电电量中居民、农业用户用电对应的电量仍按基准价执行。《指导意见》于2020年1月1日起实施，并约定实施“基准价+上下浮动”价格机制的省份，2020年暂不上浮，确保工商业平均电价只降不升，燃煤发电上网电价形成机制改革后，煤电价格联动机制不再执行。

《指导意见》的实施一定程度推动电力价格市场化，但在全社会用电需求相对平稳，并确保用户端用电成本相对稳定的前提下，电力企业将采取降电价的方式争取市场电量。整体看，受环保限产等因素影响，“基准价+上下浮动”的市场化价格机制改革短期内将压缩煤电企业利润水平。

### （3）可再生能源补贴退坡

中国促进可再生能源产业发展主要是采取“标杆电价+财政补贴”的方式，补贴资金来源于可再生能源电价附加，但是随着装机规模的不断增长，补贴资金缺口持续扩大，补贴实际回款周期也较大程度影响电力企业现金流水平。

2019年1月，国家发展改革委和国家能源局发布《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》，明确提出了在具备条件的地区推进风电、光伏发电无补贴平价上网的有关要求和支持政策措施。此外，对于需要国家补贴的光伏发电项目，除国家政策特殊支持的项目外，原则上均应采取市场化竞争方式确定建设项目和补贴标准。2020年3月5日，国家能源局发布《关于2020年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》，明确提出2020年度新建光伏发电项目补贴预算总规模为15亿元。其中，5亿元用于户用光伏；补贴竞价项目（含集中式光伏电闸和工商业分布式光伏项目）按10亿元补贴总额组织项目建设。2020年3月12日，财政部办公厅发布《关于开展可再生能源发电补贴项目清单审核有关工作的通知》，提出国家不再发布可再生能源电价附加补助目录，而由电网企业确定并定期公布符合条件的可再生能源发电补贴项目清单。前七批补贴名录中的发电项目，由电网企业审核后，直接纳入补贴清单；其他符合要求的存量项目将分批纳入补贴清单，其中首批清单涉及2019年12月底完成全部机组并网的风电项目、2017年7月底完成全部机组并网的光伏发电项目（光伏“领跑者”基地项目和2019年光伏竞价项目并网时间可延长至2019年12月底）以及2018年1月底完成全部机组并网的生物质发电项目。相较于前期补贴名录，补贴清单审核发布周期有望加快，补贴清单公布后，可逐步实收补贴回款的电站规模将大幅增加。

国家财政部、国家发展改革委和国家能源局于2020年1月20日发布《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》财建〔2020〕4号，提出2021年1月1日起全面推行配额制下的绿色电力证书交易（以下简称“绿证”），同时研究将燃煤发电企业优先发电权、优先保障企业煤炭进口等与绿证挂钩，持续扩大绿证市场交易规模，并通过多种市场化方式推广绿证交易。企业通过绿证交易获得收入相应替代财政补贴，有望缓解应收补贴款的资金占用问题。

### （4）限电问题

近年来，发电机组装机容量持续增长，但受限于下游用电需求波动及电网建设尚未完善，部分发电企业机组经营效率受到限制。对此，国家陆续出台相关政策，以平衡可再生能源发电量，保障

其机组利用水平。电网公司也采取多种技术和运行管理措施，不断提升系统调节能力，优化调度运行。2019年，全国主要流域弃水电量约300亿千瓦时，同比减少278亿千瓦时，水能利用率96%，同比提高4个百分点。2019年，全国全年弃风电量169亿千瓦时，同比减少108亿千瓦时；平均弃风率4.0%，同比下降3个百分点；弃风仍主要集中在新疆、甘肃和内蒙古，弃风率分别为14.0%、7.6%和7.1%，同比分别下降14个百分点、11.4个百分点和2.9个百分点。2019年，全国全年弃光电量46亿千瓦时，同比减少8.9亿千瓦时；平均弃光率2.0%，同比下降1个百分点；弃光主要集中在西藏、新疆和青海，弃光率分别为24.1%、7.4%和7.2%，同比分别下降19.5个百分点、下降8.2个百分点和增长2.5个百分点，其中青海受新能源装机大幅增加、负荷下降等因素影响，弃光率有所提高。受益于整体限电率的好转，国家能源局披露的《2019年度光伏发电市场环境监测评价结果》中仅西藏为红色预警区域；《2020年度风电投资监测预警结果》中已无红色预警区域。

### 3. 行业展望

根据中电联发布的《2019—2020年度全国电力供需形势分析预测报告》和《2020年一季度全国电力供需形势分析预测报告》，全国电力供需仍将保持总体平衡，非化石能源发电占比逐步提升，国内需求对电力消费的拉动将逐步显现，预计二季度全社会用电量增速有望回升9个百分点，全年全社会用电量将保持同比小幅增长。未来电力行业建设将主要围绕以下四方面展开：

**(1) 提升电力高质量可持续保供能力。**包括发挥市场对资源配置的决定性作用，更多以市场方式降低社会总体用能成本；利用国内国际两个市场稳定电煤供应，平抑电煤价格，逐步由单一电价向两部制电价过渡，推动煤电板块稳步转型；控制补贴退坡的节奏和速度，确保风电、光伏等产业链平稳运行发展，合理引导新能源产业健康发展。

**(2) 提高电力资源配置效率。**包括推进建设发展分布式与集中式的清洁能源供能方式，充分发挥电力在能源转型中的中心作用和电网的枢纽作用，通过智能化电力设备及调节手段实现“源、网、荷、储”的整体优化，进一步提高能源资源的配置能力；提高电力系统调节能力，破解风电、光伏等新能源大规模并网及电力输送问题，保障新能源消纳。

**(3) 促进电力高效利用。**包括在需求侧领域合理实施电能替代，不断创新替代方式和内容，进一步扩大电能替代范围和实施规模，扩大电力消费市场；加强电力需求侧管理，实施需求响应和精益化的有序用电，不断提高电力占终端能源消费比重，全力推进电气化进程；加大转供电环节的清理整顿，在降低企业用电成本以提升企业经营效益、提振实体经济的政策环境下，引导和帮助电力用户更好享受政策红利，提升用电效率。

**(4) 全球性新冠肺炎疫情影响下，保障电力基建供应链稳定，缓解电力企业经营压力。**包括做好关键设备替代国、替代厂商以及进口部件国产替代工作，推动产业链上下游企业协同解决供货保障问题；加快落实国家减税减负及推动复工复产等有利政策，推动智慧能源电力基础设施建设发展；将复工复产的电力企业纳入疫情期间融资支持范围，支持电力企业发展供应链金融相关服务，针对新能源补贴不到位形成的资金缺口提供相应的融资产品，加快新能源企业资金周转等。

## 四、基础素质分析

### 1. 规模与竞争力

公司目前形成了基础产业、前瞻性战略性产业、金融及服务业相互支撑、协同发展的多元化业务格局，业务范围覆盖国内外，业务规模很大，具备很强的规模优势和综合竞争力。

公司是由国务院国资委代表国家出资设立的中央直属企业，资产和权益规模大（截至 2020 年 6 月末，公司合并资产总额 6,601.36 亿元，所有者权益 1,998.16 亿元），收入和盈利规模很大（2019 年，公司营业总收入为 1,419.46 亿元，净利润为 161.07 亿元）。公司在国家重点投资项目建设、国有资产经营等国有投资方面，承担一定国有资产结构调整职能，国家对其支持力度较大。目前公司业务可划分为基础产业、前瞻性战略性新兴产业（主要系针对新兴产业的股权投资）、金融及服务业等业务板块，业务范围覆盖国内外。

### 基础产业

公司基础产业主要包括电力、矿业和交通物流等业务，是公司的经营重点以及主要收入来源，也是公司长期稳定和长远发展的基础。

电力方面，公司装机容量较大，电力装机分布于全国十多个省（市、自治区），近年来公司装机容量进一步提升，截至 2020 年 6 月末，公司可控装机容量 3,103.18 万千瓦，其中，火电控股装机容量为 1,188.08 万千瓦，水电装机容量为 1,675.95 万千瓦，风电装机容量为 145.35 万千瓦，光伏发电装机容量为 93.80 万千瓦。

矿业方面，公司目前主要从事化肥业务，公司下属的国投新疆罗布泊钾盐有限责任公司（以下简称“国投罗钾”）拥有年产 160 万吨硫酸钾生产装置和年产 10 万吨硫酸镁生产装置，是世界上单体最大的硫酸钾生产企业。

交通物流方面，公司紧紧围绕国家能源运输的需求，以煤炭上、下水码头建设为切入点，全力推进铁路、港口资源的整合，逐步形成以环渤海、海西和北部湾等沿海布局和以国家干线铁路煤炭运输通道为重点的铁路布局，逐步打造具有国投特色的能源物流网络，2019 年公司港口吞吐量为 13,687 万吨。

### 前瞻性战略性新兴产业

前瞻性战略性新兴产业推动基金投资与控股投资融合联动，重点发展先进制造业、大健康、城市环保、生物质能源等产业。其中，中国国投高新产业投资有限公司（以下简称“国投高新”）系公司前瞻性战略性新兴产业投资平台，以促进集团创新发展和转型升级为定位，主要从事控股直投业务和股权基金业务。截至 2020 年 6 月末，国投高新基金管理规模 1,398 亿元，是央企基金中探索时间最早、市场化程度最高的央企业管理基金之一。

### 金融及服务业

公司金融及服务业务板块主要包括金融业务、资产管理业务、工程服务业务以及国际贸易等业务。其中，金融业务以国投资本股份有限公司（以下简称“国投资本”）作为金融控股平台，涉及信托、证券、基金、银行、担保、PE、期货、财产保险等多个金融领域，多元化程度较高，盈利能力较强，风险相对可控，可为公司整体发展提供一定支撑。

## 2. 人员素质

**公司管理层行业及管理经验丰富，从业人员整体素质与公司业务结构较匹配，能够满足公司发展需要。**

截至报告出具日，公司高级管理人员共 11 人，包括总经理 1 人、党组书记 1 人（由公司董事长兼任）、党组副书记 2 人（其中 1 名由公司总经理兼任）、总会计师 1 人、副总经理 4 人、党组纪检组组长 1 人、总法律顾问 1 人、董事会秘书 1 人。

公司董事长白涛，1963 年出生，研究生学历，经济学博士，高级经济师。历任中国工商银行项目信贷部副总经理，中国工商银行吉林省分行副行长、党委委员，中国工商银行湖南省分行副行长、

党委副书记、行长、党委书记，中国工商银行风险管理部总经理，中国工商银行内部审计局局长，中国人寿保险（集团）公司副总裁、党委委员，中国投资有限责任公司副总经理、党委委员兼中央汇金投资有限责任公司执行董事、总经理，中国人民保险集团股份有限公司副董事长、总裁、党委副书记兼人保投资控股有限公司董事长、人保资本投资管理有限公司董事长。现任国家开发投资集团有限公司董事长、党组书记。

公司总经理施洪祥，1960年出生，大学学历，高级工程师，北京市政协委员。历任水电部基建司、水电建设局干部，国家能源投资公司水电项目部工程师、综合处副处长，国家开发投资公司能源业务部水电处处长、电力事业部综合处处长、副主任，国家开发投资公司发展研究部副主任、战略发展部主任，国家开发投资公司金融投资部代总经理，国家开发投资公司副总经理、党组成员，国家开发投资公司副总经理、党组副书记，国家开发投资公司董事、总经理、党组副书记。现任国家开发投资集团有限公司董事、总经理、党组副书记。

截至2019年底，公司合并口径职工人数49,411人，其中具有研究生及以上学历的人数5,217人，占比10.56%，具有本科学历的人数20,006人，占比40.49%；公司本部从业人员共536人，其中研究生及以上学历228人，占比42.50%，本科学历183人，占比34.10%。

## 五、公司管理

### 1. 公司治理

**公司作为国家出资设立的中央直属企业，建立了完善的法人治理结构。**

公司是由国家出资设立的中央直属企业，国务院国资委代表国家履行出资人职责。国务院向公司派驻国有重点大型企业监事会，依法对公司的国有资产保值增值状况实施监督。

公司不设股东会，由国务院国资委依据国家法律、法规的规定，代表国务院履行股东职责。国务院国资委维护公司依法享有的经营自主权，并依照有关规定授权公司董事会行使股东部分职权，决定公司重大事项。

公司根据公司章程建立了规范的董事会。公司董事会共7人，设董事长1名，其中职工董事1名。非职工董事由国务院国资委委派或更换，职工董事由公司职工代表大会选举产生。公司董事每届任期不超过3年，任期届满，经国务院国资委委派或者公司职工代表大会选举可以连任。董事会会议分为定期会议和临时会议，定期董事会会议每年至少举行4次。董事会对国务院国资委负责，依照《公司法》及国务院国资委授权行使《公司章程》规定的相关职权，例如：批准额度以上的投资和退出项目、重大资产购置及处置、非主业投资项目、对外并购重组、重大资本运作事项（需报国资委批准的事项经董事会审议通过后上报）；批准公司年度融资计划，额度以上单项间接融资；批准额度以上单项重大资产损失处置、资产抵押、质押和对外担保等。董事会决定公司重大问题，应当事先听取公司党组的意见。公司董事会下设战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会、审计与风险管理委员会，各专门委员会成员全部由董事组成；其中战略委员会负责组织研究公司发展战略、中长期发展规划、投融资、重组、转让公司所持股权、企业改革等重大决策，研究需由董事会批准的重大投资等事项。

公司设立党组，保证监督党和国家方针政策在公司的贯彻执行，落实党中央、国务院重大战略决策，国资委党委及上级党组织有关重要工作部署。党组设党组书记1名，其他党组成员若干名。董事长、党组书记原则上由一人担任，设立主抓企业党建工作的专职副书记，同时，按规定设立纪检组。

公司原实行外派监事会制度，由国务院国资委代表国务院向公司派驻监事会。监事会主席由国务院任命，监事会中的职工代表由公司职工代表大会民主选举产生。监事会依据国家法律、法规的规定，履行监督职责。根据 2018 年十三届全国人大一次会议通过的国务院机构改革方案，国有重点大型企业监事会的职责划入审计署，目前公司监事会相关职责由审计署人员负责。

经理层是公司执行机构，负责执行董事会决策，负责公司日常经营管理活动。公司的高级管理人员是指公司总经理、副总经理、总会计师、总法律顾问、董事会秘书等。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。总经理对董事会负责，向董事会报告工作，接受董事会的监督管理和监事会的监督。公司设董事会秘书 1 名，对公司董事会负责。董事会秘书由董事长提名，董事会决定聘任或解聘。

## 2. 管理及内控

**公司根据其业务特点制定一系列管理制度，管理模式基本适应目前公司业务运营的需要；但多元化的经营格局对公司内部管理和决策水平提出更高要求。**

对子公司管理方面，公司实行母子公司管理体制，公司对子公司的管理坚持集团化、专业化的指导原则，并将公司内部管理程序与法人治理结构运转有效结合。按照《公司法》《企业国有资产监督管理暂行条例》等法律法规及公司相关管理制度和流程，公司对投资企业委派或任免董事、监事，结合经济、社会环境按照财务年度和任期对经营管理层实施综合业绩考核和监督。

资金管理方面，公司实施资金集中管理，以资金计划管理为基础。公司财务部为集团资金集中管理工作的归口管理部门，负责组织、协调、指导和监督集团整体的资金集中管理工作，制定集团资金集中管理的相关制度、实施集团企业银行账户管理工作，编制集团资金平衡计划、制定资金调度方案和融资方案、审核内部资金借贷行为，并指导、监督资金管理平台的业务运作。国投财务有限公司（以下简称“国投财务”）、融实国际控股有限公司（以下简称“融实国际”）是集团资金集中管理的服务机构，致力于加强集团资金集中管理，提高集团资金的使用效率；为集团内部各单位提供存贷款、交易款项结算收付、票据承兑与贴现、担保等内部金融服务，并适时开展同业拆借、保险代理、发行债券，投资理财等外部金融业务。

融资管理方面，根据《债务融资管理暂行办法》，集团实行“统筹平衡、分类授权、分级实施、严控风险”的融资管理模式。公司制定集团债务融资管理模式、整体债务目标结构，结合集团资产负债率控制目标，确定年度债务融资规模与方案，统筹配置内外部融资资源。公司财务部根据董事会审议结果，确定集团整体年度债务融资计划，并向各子公司批复板块年度债务融资计划，批准国投财务、融实国际年度贷款发放规模。此外，公司还制定了《非金融企业债务融资工具信息披露管理办法》等制度，进一步完善了公司在融资信息披露方面的管理。

投资管理方面，公司按照国有资本投资公司试点改革的要求，采用分级分层授权的投资决策管理体系。公司董事会是公司重大项目的投资决策机构。公司董事会将部分投资决策权限授予公司董事长办公会。公司董事长办公会将符合主业发展方向、无需总部出资且资本金出资额在一定额度内的投资项目决策权限，授权子公司董事会决策。对超出授权决策范围的投资项目，由公司总部职能部门、投资委员会、总部决策机构对项目投资方案从多方面评估论证后进行决策。

担保管理方面，公司制定了《担保业务管理办法》，担保审批从严控制、一事一议、专项审批。担保业务属于财务重要事项，审批决策权集中于公司总部。控股、参股企业对外提供担保，须由相关子公司履行公司决策审批流程，经批准后方可在董事会或股东会上发表决策意见。相关董事会或股东会决议应报公司财务部备案。担保方式原则上优先选用权利质押、资产抵押等担保方式，严格控制保证（信用）担保方式。规定提供担保的单位负责人为本公司担保管理第一责任人，有关担保

业务出现损失的，应对责任人进行责任追究。

关联交易管理方面，公司就关联方识别、关联交易类型、关联交易审批程序、关联交易信息披露等内容作出了规定，明确公司应采取积极有效措施，防止关联方通过关联交易或其他方式违规占用或转移资金、资产及其他资源，侵害公司的利益，防止国有资产流失；公司与关联方之间的交易事项（包括销售货物、接受劳务、委托贷款等）均参照市场交易价格，由双方协商定价，保证关联交易事项遵循公开、公平、公正的商业原则。

安全生产管理方面，公司确立了总部监督、协调和服务，子公司专业化管理，投资企业具体落实的统一领导、分级管理、逐级负责的安全生产管理模式，构建了与公司发展相适应、符合公司经营特点的集团化安全生产管理体系。公司总部、子公司及投资企业都成立了安全生产管理委员会，建立了安全生产管理机构。投资企业董事会把安全生产作为专项内容列入议事日程。公司制定了《安全生产管理规定》《安全生业绩考核办法》等制度，严格落实安全生产责任制，明确各级主要负责人为安全生产第一责任人，形成了总部、子公司及投资企业各负其责，一级对一级负责的安全生产责任体系。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司营业总收入规模较大，收入构成以基础产业、前瞻性战略性新兴产业和金融及服务业务为主，整体毛利率水平尚可；投资收益对营业利润贡献较大，存在一定波动风险。同时联合评级也关注到，国际业务对公司营业收入贡献度较高，易受国际政治环境、国家政策及经济形势等因素影响，存在一定政治风险。

公司整体经营规模较大，业务范围覆盖国内外，目前公司业务可以划分为基础产业、前瞻性战略性新兴产业和金融及服务业等业务板块。其中，基础产业板块具体包括电力、矿业和交通物流业务，前瞻性战略性新兴产业业务主要系针对新兴产业的股权投资，金融及服务业包括了金融类业务以及境外直接投资、国际工程承包、国际贸易等部分国际业务。2017—2019年，公司营业总收入逐年增长，年均复合增长26.00%，2019年实现营业总收入1,419.46亿元，同比增长16.94%。2017—2019年，公司净利润波动增长，年均复合增长5.04%，2019年净利润为161.07亿元，同比小幅下滑1.05%。

表1 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017年			2018年			2019年			2020年1-6月			
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	
基础产业	电力	316.45	35.40	40.58	410.11	33.79	40.41	424.33	29.89	39.08	174.71	27.91	47.38
	矿业	40.28	4.51	59.71	47.98	3.95	60.94	120.11	8.46	21.59	57.28	9.15	18.82
	交通物流	29.00	3.24	25.66	38.41	3.16	30.85	36.92	2.60	32.35	11.80	1.89	29.75
	小计	<b>385.73</b>	<b>43.15</b>	<b>41.46</b>	<b>496.50</b>	<b>40.90</b>	<b>41.65</b>	<b>581.36</b>	<b>40.95</b>	<b>35.04</b>	<b>243.79</b>	<b>38.95</b>	<b>39.82</b>
前瞻性战略性新兴产业	85.70	9.59	18.69	176.80	14.57	17.74	263.68	18.58	19.55	105.66	16.88	18.91	
金融及服务业	438.38	49.03	23.82	567.05	46.72	15.34	641.71	45.21	16.68	302.03	48.25	18.14	
其他 (含板块间抵消)	-15.77	-1.76	--	-26.55	-2.19	--	-67.29	-4.74	--	-25.55	-4.09	--	
<b>营业总收入合计</b>	<b>894.03</b>	<b>100.00</b>	<b>30.27</b>	<b>1,213.80</b>	<b>100.00</b>	<b>25.77</b>	<b>1,419.46</b>	<b>100.00</b>	<b>24.75</b>	<b>625.93</b>	<b>100.00</b>	<b>27.09</b>	
其中：国际业务	280.59	31.38	6.40	380.52	31.35	5.76	538.01	37.90	16.55	89.64	14.32	5.88	

注：上表“其他”项主要系板块间收入抵消，无毛利率

资料来源：公司提供

从细分收入来看，2017—2019年，公司基础产业收入逐年增长，年均复合增长22.77%，主要系电力和矿业收入增长带动。基础产业是公司重要收入来源之一，其收入主要来自电力业务，2017—2019年公司电力业务收入稳步增长，年均复合增长15.80%；矿业业务收入逐年增加，2017—2019年复合增长72.68%，其中2019年因新增冶金业务，当年收入同比大幅增长150.33%，对基础产业收入贡献度亦大幅提升至20.66%；交通物流业务对基础产业收入贡献相对较少，近年来收入呈波动增长趋势。2017—2019年，公司前瞻性战略性产业发展较好，收入逐年增长，年均复合增长75.41%，其对营业总收入的贡献度亦稳步增加；2018年收入同比大幅增长106.30%，主要系公司收购神州高铁技术股份有限公司（以下简称“神州高铁”）、国投生物吉林有限公司、成都力思特制药股份有限公司，增加并表收入所致。2017—2019年，公司金融及服务业收入逐年增长，年均复合增长20.99%。公司金融及服务业务收入贡献度较高，2017—2019年在营业总收入中的占比均在45%以上。国际业务方面，2017—2019年，公司国际业务收入逐年增长，年均复合增长38.47%，主要系因为国际贸易额增加所致；国际业务对公司营业总收入贡献度较高，2019年为37.90%。

从毛利率情况来看，2017—2019年，公司整体毛利率水平逐年下降，2019年毛利率降至24.75%，主要系2019年矿业业务中新增利润率较低的冶金业务，同时电力业务毛利率降低，导致基础产业毛利率水平下降所致。

公司投资收益主要来源于包括权益法核算的长期股权投资收益、处置可供出售金融资产取得的投资收益、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益等。2017—2019年，公司投资收益先增后降、总体持平，年均复合下降1.33%，2019年投资收益为101.81亿元，同比下降9.73%。公司投资收益规模较大，2017—2019年占营业利润的比重分别为57.32%、61.48%和50.93%，对公司营业利润影响较大。考虑到公司投资收益易受宏观经济环境、所投企业经营状况等因素影响，公司面临一定投资收益波动风险。

2020年1—6月，公司营业总收入625.93亿元，同比小幅下滑2.20%，主要系受疫情影响电力业务收入有所下滑所致；公司实现投资收益63.67亿元，同比增长68.51%；同期，受公允价值变动收益减少及计提的信用减值损失增加影响，公司净利润为73.75亿元，同比下滑11.26%。

## 2. 基础产业

基础产业是公司转型升级、创新发展的保障，是公司资产主要构成和利润的重要来源。目前，公司基础产业主要包括电力、矿业和交通物流业务。

### （1）电力业务

公司电力业务规模较大，未来随着公司在建、拟建项目的投产，公司电源结构有望进一步优化，发电能力有望提升，综合抗风险能力持续增强。但联合评级同时也关注到，在建电力项目未来计划投资规模仍较大，存在较大资本支出需求；此外，公司电力价格受宏观经济及政府调控影响较大，随着电力平均售价变化，公司电力业务收入存在一定波动风险。

公司电力业务经营主体主要为控股子公司国投电力，截至2020年6月底，国投电力注册资本及实收资本均为67.86亿元，公司持股49.18%。国投电力是上交所上市公司（股票代码：600886.SH），已形成以电力建设为核心，逐步开拓市政、环保等多领域综合发展的业务格局。得益于公司电力项目的陆续投产，2017—2019年，公司电力业务收入逐年上升的趋势，年均复合增长15.80%。

2017—2019年，公司发、售电量均呈逐年增长趋势，发电量年均复合增长12.20%，售电量年均复合增长11.97%。随着项目新增投产，2017—2019年，公司装机容量逐年增长，三年复合增长5.16%。公司全面涉足水、火、风、光等各个发电结构领域，电力业务布局完善，并以水电和火电为主，其

中水电主要分布在四川、云南、甘肃等地，火电主要分布在天津、福建、广西等地。截至2020年6月末，公司可控装机容量3,103.18万千瓦，较年初下滑6.90%，主要系国投电力出售了国投伊犁、靖远二电、国投宣城及北部湾项目所致。其中，火电控股装机容量为1,188.08万千瓦，水电装机容量为1,675.95万千瓦，风电装机容量为145.35万千瓦，光伏发电装机容量为93.80万千瓦；公司主要电力项目分布情况如下表3所示，公司电源结构水电和火电均衡，全国布局，能较大范围抵御季节波动以及局部市场供求风险。

表2 公司电力板块主要经营指标（单位：万千瓦、亿千瓦时）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-6月
装机容量	3,162.00	3,405.50	3,406.23	3,103.18
发电量	1,289.49	1,516.64	1,623.27	657.52
售电量	1,255.31	1,471.99	1,573.89	629.06

资料来源：公司提供

表3 截至2020年6月底公司主要电力项目分布情况（单位：万千瓦、%）

类别	项目名称	可控装机容量	电厂服务区域	国投电力权益占比	控制性质
水电	雅砻江水电	1,470.00	四川、重庆、江苏	52.00	控股
	国投大朝山	135.00	云南	50.00	控股
	国投小三峡	68.50	甘肃	60.45	控股
	白银大峡	2.45		28.15	控股
	<b>小计</b>	<b>1,675.95</b>	-	-	-
火电	国投北疆	400.00	天津	64.00	控股
	华夏电力	120.00	福建	56.00	控股
	湄洲湾	278.60		51.00	控股
	国投钦州	326.00	广西	61.00	控股
	国投盘江	60.00	贵州	55.00	控股
	贵州新源	2.50	贵州	60.00	控股
	创冠环保	0.98	泰国	60.00	控股
<b>小计</b>	<b>1,188.08</b>	-	-	-	
风电	国投白银风电	9.45	甘肃	64.89	控股
	国投酒泉一风电	9.90		42.18	控股
	国投酒泉二风电	20.10		64.89	控股
	国投青海风电	9.90	青海	51.65	控股
	哈密三塘湖风电	4.95	新疆	64.89	控股
	哈密淖毛湖风电	4.95		64.89	控股
	景峡风电	30.00		64.89	控股
	烟墩风电	20.00		64.89	控股
	国投吐鲁番风电	4.95		64.89	控股
	东川风电	9.60	云南	58.40	控股
	武定风电	4.80		58.40	控股
	广西龙门风电	11.75	广西	64.89	控股
	Afton	5.00	英国	100.00	控股
<b>小计</b>	<b>145.35</b>	--	--	--	
光电	国投敦煌	2.80	甘肃	64.89	控股
	国投格尔木	5.00	青海	64.89	控股
	国投石嘴山	3.00	宁夏	64.89	控股

国投大理	4.00	云南	64.89	控股
南庄建水	30.00	云南	100.00	控股
会理光伏	2.00	四川	26.52	控股
冕宁光伏	1.00		31.20	控股
托克逊光伏	14.00	新疆	100.00	控股
湖州光伏	10.00	浙江	100.00	控股
定边光伏	10.00	陕西	100.00	控股
恒能光伏	10.00	江苏	100.00	控股
永能光伏	2.00	江苏	100.00	控股
<b>小计</b>	<b>93.80</b>	--	--	--

资料来源：公司提供

在建工程方面，公司在建项目主要系电力板块项目，如下表所示。截至 2020 年 6 月末，公司在建电力项目计划总投资合计 889.57 亿元，项目建设规模较大，已投资 489.95 亿元，尚需投资 399.62 亿元，仍存在较大资金需求。随着电力项目建成投产，公司装机容量将进一步增加，公司发电能力将进一步增强，电源结构将持续优化，综合抗风险能力也将继续增强。

表 4 截至 2020 年 6 月末公司主要在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	项目计划总投资	截至 2020 年 6 月末已投资	2020 年投资计划
两河口水电	664.57	387.32	50.09
杨房沟水电	200.03	89.16	23.58
哈密景峡五 B 风电	6.75	4.97	1.87
宁夏中宁风电	3.49	2.95	0.88
青海共和风电	3.35	0.99	2.09
天津宁河风电	4.02	1.65	2.30
广西浦北风电二期	7.36	2.91	5.01
<b>合计</b>	<b>889.57</b>	<b>489.95</b>	<b>85.82</b>

资料来源：公司提供

从电厂平均设备利用小时数来看，近年来受下游产业需求增长影响，2017—2019 年，公司水电、火电、风电、光电的平均设备利用小时数整体均呈增长态势，其中火电及风电设备利用小时数增速较快，年均复合增长率分别为 18.50% 和 11.43%。2020 年 1—6 月，公司水电、火电、风电、光电的平均设备利用小时数分别为 2,255 小时、2,077 小时、1,153 小时和 765 小时。

表 5 公司控股电厂平均设备利用小时数（单位：小时）

类别	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
水电	4,965	5,048	5,156	2,255
火电	3,543	4,367	4,975	2,077
风电	1,759	1,997	2,184	1,153
光电	1,499	1,458	1,538	765

资料来源：公司提供

从平均销售电价来看，2017—2019 年，受政府价格调控影响，公司水电、光电平均销售价格均呈逐年下降趋势；受煤炭价格影响，火电销售价格小幅波动；风电价格先升后降、总体下滑，2019 年在政策引导下风电价格有所下调。2020 年 1—6 月，公司主要电力平均销售电价均有所上升，水

电、火电、风电和光电平均电价分别为 0.248 元/千瓦时、0.372 元/千瓦时、0.473 元/千瓦时和 0.906 元/千瓦时。

表 6 公司主要电力平均销售电价 (单位: 元/千瓦时)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-6 月
水电	0.251	0.247	0.244	0.248
火电	0.357	0.341	0.356	0.372
风电	0.473	0.479	0.468	0.473
光电	0.998	0.960	0.854	0.906

资料来源: 公司提供

### (2) 矿业业务

目前公司矿业业务主要是化肥业务, 2018 年随着钾肥价格走高, 公司矿业业务收入有所增长, 2019 年随着公司冶金项目投产, 带动矿业业务收入进一步增长。

矿业业务主要由公司全资子公司国投矿业负责。国投矿业是公司专业从事矿产资源及其相关产业投资的全资子公司, 截至 2020 年 6 月末注册资本为 20.00 亿元、实收资本为 12.24 亿元, 经营范围主要包括油气、金属、非金属、水气等矿产资源和再生资源、危废资源、新能源、建材及相关配套产品设施的投资开发。2016 年公司剥离煤炭业务后, 公司矿产资源开发业务主要为钾肥业务。2019 年, 随着灵宝金城“日处理 2000 吨复杂难处理金精矿多金属综合回收”项目投产, 公司新增冶金业务。公司目前管理投资企业包括: 国投罗钾、国投金城冶金有限责任公司、国投重庆页岩气开发利用有限公司等企业。2017-2019 年, 公司矿业业务收入年均复合增长 72.68%, 其中 2019 年因新增冶金业务, 矿业收入同比大幅增加 150.33%至 120.11 亿元。

钾肥业务方面, 截至 2020 年 6 月末, 公司已探明的 KCl (122b+332+333) 给水度资源储量 0.84 亿吨。国投罗钾在罗布泊开发天然卤水资源制取硫酸钾, 是世界上单体最大的硫酸钾生产企业。截至 2020 年 6 月末, 国投罗钾拥有年产 160 万吨硫酸钾生产装置和年产 10 万吨硫酸镁生产装置, 产品面向国内硫酸钾市场销售, 在一定程度上改变了国内钾肥市场依靠进口的格局。

2017-2019 年, 公司硫酸钾产量及销量均呈先升后降、总体下降的趋势, 由于市场需求下降, 2019 年硫酸钾产量及销量同比分别下滑 3.53%和 17.75%。从价格来看, 2017-2019 年, 公司硫酸钾销售先升后降、总体上升, 2019 年硫酸钾均价较上年下滑 4.32%, 主要系 2019 年下半年以来硫酸钾需求少、库存多导致价格下行。2020 年 1-6 月, 公司硫酸钾产量 81 万吨, 销量 81 万吨; 同期硫酸钾产品均价为 2,233 元/吨, 均价进一步下滑。

表 7 公司主要化肥硫酸钾经营指标 (单位: 万吨、元/吨)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-6 月
产量	168	170	164	81
销量	182	169	139	81
均价	2,113	2,613	2,500	2,233

资料来源: 公司提供

### (3) 交通物流业务

受到国内经济转型、外贸形势及港口转让等因素的多重影响, 公司交通物流业务收入有所波动, 在营业收入中的占比较低。

公司交通物流业务主要由全资子公司国投交通控股有限公司从事港口和相关配套项目的开发、

经营和管理。公司交通物流业务在公司营业收入中的占比较低，2017—2019年，公司交通物流业务收入先升后降、总体上升，年均复合增长12.83%，2019年收入为36.92亿元，同比下滑3.88%，主要系镇江港转让导致港口收入减少，以及湄洲湾产业园收入增加共同所致。

公司港口业务主要以煤炭上、下水业务为主。近年来，公司控股的港口主要集中在环渤海、东南沿海等地区，包括镇江港、曹妃甸港和京唐港等。2018年12月，公司出售转让镇江港。2019年12月，重庆果园港因公司进行股权置换，不再纳入公司合并范围。截至2019年底，公司控股的港口企业为6家。2017—2019年，公司港口吞吐量先升后降、总体下滑；镇江港出售转让使得公司港口吞吐量大幅下滑，2019年公司港口吞吐量下降42.52%至13,687万吨。2020年1—6月，公司港口吞吐量为5,855万吨。

表8 公司港口吞吐量（单位：万吨）

名称	2017年	2018年	2019年	2020年1—6月
曹妃甸港	5,045	7,305	6,739	2,966
京唐港	3,955	5,138	4,564	1,902
湄洲湾	493	924	1,218	479
洋浦港	778	664	600	230
钦州港	--	411	566	209
孚宝洋浦码头	354	109	0	69
重庆果园港	758	743	--	--
镇江港	7,003	8,516	--	--
合计	18,386	23,810	13,687	5,855

注：镇江港已于2018年12月转让、重庆果园港已于2019年转让  
资料来源：公司提供

### 3. 前瞻性战略性新兴产业

#### 公司前瞻性战略性新兴产业收入逐年增长，在营业收入中的占比亦有所提升。

公司前瞻性战略性新兴产业通过推动基金投资与控股投资融合联动，重点发展先进制造业、大健康、城市环保、生物质能源等产业。2017—2019年，公司前瞻性战略性新兴产业收入逐年快速增长态势，年均复合增长75.41%，对营业总收入贡献度逐年提升，2019年占营业总收入比重为18.58%。

国投高新系公司前瞻性战略性新兴产业投资平台，以促进集团创新发展和转型升级为定位，主要从事控股直投业务和股权基金业务。截至2020年6月末，国投高新基金管理规模1,398亿元，是央企基金中探索时间最早、市场化程度最高的央企业管理基金之一。

国投高新股权基金业务目前拥有国投创业投资管理有限公司、国投创新投资管理有限公司、国投创合（北京）基金管理有限公司、海峡汇富产业投资基金管理有限公司4家基金管理公司，形成了覆盖VC、PE、FOF、政策性专项基金、区域性基金的多元格局。

国投高新控股直投业务主要投向先进制造及信息技术、医药医疗及生命科学、环保及新材料等领域，主要投资控股企业包括亚普汽车部件股份有限公司（以下简称“亚普汽车”）、国投中鲁果汁股份有限公司（以下简称“国投中鲁”）、神州高铁等。

亚普汽车成立于1988年，2018年在A股上市（股票名称：“亚普股份”，股票代码：“603013.SH”）。亚普汽车是专业从事汽车燃油燃料系统的研发、制造和销售的全球燃料系统供应商，系国家高新技术企业、国家认定企业技术中心、国家扬州汽车零部件产业基地骨干企业，其国内乘用车市场占有率达到近40%，全球市场占有率约为10%，国内行业排名第一、全球第三，业务分布范围广泛。2017

—2019年，亚普汽车油箱产量波动增加，年均复合增长2.19%，油箱销量小幅波动、基本持平；2019年，亚普汽车油箱产量及销量分别为965.39万只和954.33万只。2020年1—6月，亚普汽车油箱产量和销量分别为346.77万只和353.42万只。

国投中鲁成立于2001年，2004年在A股上市（股票代码：“600962.SH”），主营业务为浓缩果汁生产和销售，是国内浓缩果汁行业大型企业之一。国投中鲁作为国内最早从事浓缩苹果汁加工的企业，在行业内拥有良好的口碑和形象，是中国食品土畜进出口商会副会长单位、果汁分会理事长单位，中国饮料工业协会果蔬汁分会副会长单位和国家首批农业产业化重点龙头企业。2017—2019年，国投中鲁果汁产量及销量均呈逐年增长趋势，年均复合增长率分别为35.77%和25.48%；2019年，国投中鲁产量为19.30万吨，销量为17.95万吨。2020年1—6月，国投中鲁产量为0.56万吨，销量为7.08万吨，主要以苹果清汁为主。

神州高铁作为轨道交通运营维护智能装备提供商和运营及维保服务提供商，是轨道交通运营维护领域唯一一家涵盖全产业链的主板上市公司（股票代码：“000008.SZ”），是中国高铁及城轨运营检修维护装备制造产业的领军企业。神州高铁拥有核心产品400余项，其中26项处于国内、国际领先地位。在城市轨道交通领域，为36座城市提供了车辆检修工艺系统；为长沙、北京中低速磁浮提供了车辆检修工艺系统；为北京地铁、重庆城市轨道交通提供了信号集成系统。截至2019年末，神州高铁资产总额120.45亿元，所有者权益75.76亿元，2019年，神州高铁实现营业总收入32.20亿元，实现净利润4.57亿元。截至2020年6月末，神州高铁资产总额118.65亿元，所有者权益72.59亿元，2020年1—6月，神州高铁实现营业总收入4.26亿元，实现净利润-2.93亿元。

公司于2016年11月全资设立国投健康产业投资有限公司（简称“国投健康”），截至2020年6月末注册资本20.00亿元、实收资本7.00亿元。国投健康主要负责养老产业、医疗健康及相关产业等业务发展和经营管理，探索发展以养老产业为核心，上下游联动的大健康产业链，目前已建设运营北京、广州和上海三个中心城区健康养老机构。

公司于2017年3月全资设立国投生物科技投资有限公司（简称“国投生物”），截至2020年6月末注册资本及实收资本均为20.00亿元。国投生物结合国投集团对前瞻性战略性新兴产业的发展要求，国投生物重点发展绿色、低碳生物能源，以做优做强燃料乙醇业务为主攻方向，并逐步向高附加值的生物科技产品拓展。

#### 4. 金融及服务业

公司金融及服务业业务较为齐全，收入规模逐年增长，对营业总收入贡献度较高。联合评级也关注到，公司金融及服务业整体受宏观经济以及金融市场环境等因素影响较大，相关收入或投资收益面临一定的波动风险。

金融及服务业包括了金融类业务以及境外直接投资、国际工程承包、国际贸易等部分国际业务，该业务收入占营业总收入比例较高，2017—2019年，公司金融及服务业收入逐年增长，年均复合增长20.99%，2019年金融及服务业收入合计641.71亿元，同比增长13.17%。

国投资本股份有限公司（以下简称“国投资本”）系公司金融业务投资与管理的专业化平台，截至2020年6月末注册资本及实收资本均为42.27亿元，公司持股45.87%。公司在适度范围内不断加大金融产业的投资力度，现已覆盖证券、信托、证券投资基金、银行、担保、财务公司、期货、财产保险、保险经纪等多个金融领域。截至2019年末，国投资本总资产1,781.09亿元，所有者权益430.41亿元；2019年，国投资本实现营业总收入112.67亿元，净利润35.00亿元。截至2020年6月末，国投资本总资产2,030.09亿元，所有者权益451.09亿元；2020年1—6月，国投资本实现营业总收入

入 61.49 亿元，净利润 25.76 亿元。

证券业务方面，安信证券股份有限公司（以下简称“安信证券”）作为全国综合性大型券商，具备较强的综合实力。截至 2019 年底，安信证券在全国范围内拥有 331 家证券营业部、45 家分公司，全资持有国投安信期货有限公司（以下简称“国投安信期货”）、安信国际金融控股有限公司、安信乾宏投资有限公司，参股安信基金管理有限责任公司等企业，多项业务排名进入全国前列，行业竞争力较强。截至 2019 年末，安信证券资产总额 1,608.67 亿元，所有者权益 328.23 亿元；安信证券 2019 年实现营业总收入 91.87 亿元，净利润 24.68 亿元。截至 2020 年 6 月末，安信证券资产总额 1,837.60 亿元，所有者权益 341.65 亿元；2020 年 1—6 月，安信证券实现营业总收入 53.10 亿元，净利润 19.30 亿元。

期货业务方面，国投安信期货主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、投资咨询业务和资产管理业务。截至 2020 年 6 月末，国投安信期货共有 15 家分支机构，并设有全资风险管理子公司；国投安信期货保证金规模合计 178.93 亿。截至 2019 年末，国投安信期货资产总额 155.29 亿元，所有者权益 21.15 亿元；2019 年，国投安信期货实现营业总收入 11.71 亿元，净利润 1.54 亿元。截至 2020 年 6 月 30 日，国投安信期货资产总额 208.77 亿元，所有者权益 30.37 亿元；2020 年 1—6 月，实现营业总收入 4.82 亿元，净利润 1.21 亿元。

信托业务方面，国投泰康信托有限公司（以下简称“国投泰康信托”）主要开展资产管理、财富管理、固有财产投资等业务。2017—2019 年末，受主动收缩通道业务影响，国投泰康信托管理的信托规模逐年下降，年均复合下降 25.71%。截至 2019 年末，国投泰康信托管理信托规模为 2,002.30 亿元，2019 年，国投泰康信托实现营业总收入 21.92 亿元；净利润 10.84 亿元。截至 2020 年 6 月末，国投泰康信托管理信托规模为 2,019 亿元，2020 年 1—6 月，国投泰康信托实现营业总收入 11.89 亿元，净利润 6.66 亿元。

基金业务方面，国投瑞银基金管理有限公司（以下简称“国投瑞银”）是国投泰康信托与瑞银集团联合设立的公募基金基金管理公司。截至 2019 年末，国投瑞银管理资产总规模 1,158.92 亿元，其中公募基金规模 821.77 亿元，专户子公司资管计划 198.48 亿元。截至 2019 年末，国投瑞银资产总额 17.21 亿元，所有者权益 13.71 亿元；2019 年，国投瑞银实现营业总收入 6.27 亿元，净利润 1.64 亿元。截至 2020 年 6 月末，国投瑞银管理资产总规模 1,186 亿元，其中公募基金规模 868 亿元，专户子公司资管计划 181 亿元。截至 2020 年 6 月末，国投瑞银资产总额 17.40 亿元，所有者权益 14.48 亿元；2020 年 1—6 月，国投瑞银实现营业总收入 3.14 亿元，净利润 0.77 亿元。

担保业务方面，中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）业务包括融资性担保、金融担保和履约类担保。2017—2019 年，中投保担保余额逐年下降，年均复合减少 37.00%。截至 2019 年末，中投保担保余额 501.67 亿元，资产规模 265.13 亿元，所有者权益 106.67 亿元；2019 年，中投保实现营业总收入 22.97 亿元，净利润 8.31 亿元。截至 2020 年 6 月末，中投保担保余额 450.92 亿元，资产规模 281.94 亿元，所有者权益 115.60 亿元；2020 年 1—6 月，中投保实现营业总收入 28.15 亿元，净利润 8.74 亿元。

国投财务是由公司及下属投资企业共同出资组建（国投集团本部持股 35.60%，集团内一致行动人持股合计 100.00%），为集团成员企业提供共享金融平台，旨在加强国投集团资金集中管理能力，提高资金使用效率，降低资金使用成本。截至 2019 年末，国投财务成员企业在国投财务公司开户 326 家；2019 年全年日均资金归集率为 96.41%，日均吸收存款余额 193.19 亿元，日均贷款余额为 161.17 亿元。截至 2020 年 6 月末，国投财务成员企业在国投财务公司开户 339 家；2020 年 1—6 月，日均资金归集率为 95.63%，日均吸收存款余额 201.78 亿元，日均贷款余额为 169.74 亿元。

国投资产管理有限公司（以下简称“国投资产”）是公司专门从事资产管理业务的全资子公司，通过对不良资产和非主业资产进行集中处置，有效支持公司主营业务，在公司资产结构持续优化方面发挥了积极作用。2019年，国投资产销号项目4个，回收资金6,133.97万元。2020年1—6月，国投资产公司销号项目3个，回收资金5,116.91万元。

中国电子工程设计院（以下简称“电子院”）以设计为龙头，服务范围涵盖前期咨询、规划、环境和节能评价、工程设计、项目管理、工程承包、工程检测评定等全过程。2019年，电子院设计咨询业务收入9.69亿元（设计业务9.02亿元、咨询业务0.67亿元），工程承包业务实现收入65亿元。2020年1—6月，电子院设计咨询业务收入3.26亿元（设计业务2.68亿元、咨询业务0.58亿元），工程承包业务实现收入29.00亿元。

融实国际作为国投集团境外资金管理平台，负责国投集团境外资金业务开展与管理。国投融资租赁有限公司是融实国际在上海自由贸易试验区投资设立的专业从事融资租赁及相关业务的全资子公司，注册资本2.00亿美元，其结合国投集团主业特点和优势，在基础实业、节能环保、高端设备制造、健康医疗等众多领域开展融资租赁及相关业务。

中国国投国际贸易有限公司（以下简称“国投贸易”）成立于1984年，主要从事大宗商品国际贸易业务。国投贸易主营业务主要分为三大板块：国际国内贸易业务、仓储物流服务及实业投资。国际国内贸易方面，建立了涵盖纺织原料、化工化纤、油脂油料、粮食饲料、食品、葡萄酒等主要商品领域的贸易体系和与贸易业务相配套的信息服务、电子商务及物流平台，贸易业务遍及全球100多个国家和地区；仓储物流方面，在中国主要口岸拥有较为健全完备的仓储、物流、保税设施和完善的的服务功能；在实业投资领域，高强PE技术水平及市场占有率处于国内领先地位。

中国成套设备进出口集团有限公司（以下简称“中成集团”）是公司开展国际业务的重要平台。中成集团伴随着新中国援外事业的发展而成长壮大，先后在亚非拉100多个国家和地区建成了坦赞铁路、毛里塔尼亚友谊港、塞内加尔国家大剧院、中非班吉体育场等1,600多个各类项目，涉及交通、电力、冶金、化工、轻工、纺织等十多个行业。

## 5. 未来发展

公司制定了总体发展方向，公司承担一定国有资产结构调整职能，有望获得国家持续支持，业务发展前景较好。2020年以来新冠肺炎疫情使得国内经济形势下行压力增大，需关注国内经济形势或国际政治环境等因素对公司经营带来的不利影响。

公司“十三五”发展规划的指导思想是：高举习近平新时代中国特色社会主义思想伟大旗帜，全面贯彻党的十九大精神，按照高质量发展的要求，紧抓我国社会主要矛盾变化带来的机遇，为美好生活补短板，为新兴产业做导向，全面深化改革，全面从严治党，大胆探索，创新发展，锐意进取，做强做优做大国有资本，力争进入世界500强，加快建设具有全球竞争力的世界一流资本投资公司。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司2017—2019年财务数据均经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了无保留意见的审计结论；2020年上半年财务报表未经审计。近年来，公司合并范围有一定变化，但相对公司整体规模来说变化规模一般。会计政策变更方面，公司于2019年度执行了财政部颁布或修订的以下企业会计准则：《关于修订印发2019年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2019〕6号文）和

《关于修订印发合并财务报表格式（2019版）的通知》（财会〔2019〕16号文）《企业会计准则第7号——非货币性资产交换》《企业会计准则第12号——债务重组》，对一般企业财务报表和合并财务报表格式进行了修订。另外，公司旗下部分子公司于2019年度执行《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》等4项新金融工具准则以及新租赁准则《企业会计准则第21号——租赁》，对财务报表科目产生较广泛影响，但不构成重大影响。公司在2019年审计报告中，对2018年数据进行了追溯调整，本报告2018年财务数据采用2019年审计报告期初数。

整体看，公司2018—2019年财务数据可比性较好，但与2017年财务数据可比性一般。

## 2. 合并报表分析

### （1）资产质量

公司资产规模较大且稳步增长，资产构成以非流动资产为主；公司流动资产中货币资金、拆出资金及交易性金融资产占比较大，流动性较好；非流动资产中固定资产占比较大，但考虑到公司固定资产主要来自电力板块，能带来较为稳定现金流，公司整体资产质量较好。

2017—2019年末，随着公司业务发展，公司资产规模逐年增长，三年复合增长13.15%。截至2019年末，公司资产总额为6,318.55亿元，较年初增长9.07%，主要系流动资产增长所致；其中，流动资产占38.85%，非流动资产占61.15%，公司资产结构以非流动资产为主。

### 流动资产

2017—2019年末，公司流动资产逐年增长，年均复合增长22.44%，主要系货币资金、拆出资金及各类金融资产规模增加所致。2019年末，公司流动资产较年初增长24.81%；从构成来看，货币资金、拆出资金、交易性金融资产占比相对较高，分别为26.51%、12.47%和21.26%，此外，结算备付金、应收票据及应收账款、买入返售金融资产和存货分别占比5.25%、6.93%、7.49%和6.90%，其余科目占比均较小。

表9 公司流动资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2017年末	2018年末	2019年末	2020年6月末
<b>流动资产</b>	<b>1,637.28</b>	<b>1,966.75</b>	<b>2,454.68</b>	<b>2,687.49</b>
其中：货币资金	495.56	482.35	650.81	859.00
结算备付金	107.97	121.43	128.89	157.36
拆出资金	7.92	210.46	306.03	324.52
应收票据及应收账款	94.70	138.89	170.08	172.49
存货	87.05	160.48	169.39	185.70
买入返售金融资产	123.57	133.35	183.84	152.46
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	321.53	43.30	58.15	49.89
交易性金融资产	--	510.34	521.76	540.66

注：受会计政策调整影响，2017年流动资产不适用于交易性金融资产科目，且以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产列报口径与2018年及以后数据存在较大差异

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

2017—2019年末，公司货币资金波动增长，三年复合增长14.60%，2019年末较年初增长34.93%，以银行存款为主，其中自有资金及客户资金存款均有所增长。随着2018年以来证券市场行情回暖，公司结算备付金逐年增长，年均复合增长9.26%。公司拆出资金逐年快速增加，年均复合增长521.61%，其中2018年较2017年变动较大是因为受到财会〔2019〕16号文以及执行新金融工具准则影响，对该科目的列示内容进行了调整所致，拆出资金主要系子公司融资融券业务融出资金，2019年末较年初增长45.41%。公司应收票据及应收账款逐年增加，年均复合增长34.01%；其中2018年末较上年

末增长 46.67%，主要系 2018 年公司收购神州高铁等公司导致并表应收账款增多，同时电力业务增长导致应收账款增多所致；2019 年末，公司应收票据及应收账款科目中，应收账款为 141.62 亿元，较年初增长 18.15%，主要系国投高新、国投智能所投资公司的应收账款增加，公司前五名应收账款合计占比 19.47%，包括云南电网有限责任公司、国网福建省电力有限公司等；公司已计提应收账款坏账准备 1.42 亿元，计提比例为 7.27%。公司存货逐年增长，年均复合增长 39.49%，其中 2018 年较上年末大幅增长 84.34%，主要系贸易、生物、冶金业务规模增加所致；截至 2019 年末，公司存货中库存商品（产成品）占比 51.25%、原材料占比 23.53%、半成品及在产品占比 19.41%，公司计提存货跌价准备 3.93 亿元，计提比例 2.27%。

金融资产科目方面，2017—2019 年末，公司买入返售金融资产逐年增长，年均复合增长 21.97%，主要系子公司股票质押回购业务增长所致。2017 年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 321.53 亿元，受部分金融子公司会计政策变更、金融资产科目重分类至交易性金融资产影响，该科目 2018 年及以后规模大幅下降，2019 年末为 58.15 亿元。截至 2019 年末，公司交易性金融资产为 521.76 亿元，较年初小幅增长 2.24%；其中债务工具占比 66.51%、权益工具占比 31.33%，其他投资占比较小。

### 非流动资产

2017—2019 年末，公司非流动资产规模逐年增加，年均复合增长 8.24%。2019 年末，公司非流动资产较年初变化不大，其中主要由长期股权投资、固定资产和在建工程构成，分别占比 21.83%、44.16%和 13.19%，其他科目占比不大。

表 10 公司非流动资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
<b>非流动资产</b>	<b>3,298.24</b>	<b>3,826.21</b>	<b>3,863.87</b>	<b>3,913.87</b>
其中：长期股权投资	348.77	737.73	843.59	842.44
固定资产	1,673.93	1,769.68	1,706.26	1,677.88
在建工程	509.97	487.91	509.70	559.16
可供出售金融资产	466.03	164.62	165.61	183.55
其他债权投资	--	222.24	176.07	226.39

注：受会计政策调整影响，2017 年非流动资产不适用于其他债权投资等科目，且可供出售金融资产口径与 2018 年及以后数据存在较大差异

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

2017—2019 年末，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 55.52%；其中 2018 年末较年初增长 111.52%，主要系国资委将中国医药集团 20.26%的股权划转至公司，同时公司增加对中国水环境（集团）有限公司、Arab Potash Company 等联营企业投资所致；截至 2019 年末，公司长期股权投资较年初增长 14.35%，主要系对联营企业投资增加所致。2017—2019 年末，公司固定资产规模先升后降、总体较为稳定；公司固定资产包括房屋及建筑物、机器设备、运输设备、电子设备、办公设备等，以房屋及建筑物、机器设备为主，2019 年末分别占比 71.72%和 27.66%；2019 年末，公司固定资产成新率为 96.42%，成新率较高。2017—2019 年末，公司在建工程小幅波动、总体持平；截至 2019 年末，公司在建工程包括两河口水电站、杨房沟水电站等多个工程。

金融资产科目方面，2017 年末，公司可供出售金融资产为 466.03 亿元，受部分子公司金融资产科目重分类影响，该科目 2018 年及以后规模大幅下降，2019 年末为 165.61 亿元。截至 2019 年末，公司债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资和其他非流动金融资产分别为 26.43 亿元、176.07 亿元、41.95 亿元和 21.07 亿元；其中债权投资主要系委托贷款及应收款项类投资，其他债权投资主

要系公司债、企业债、地方债、信托等固定收益投资，其他权益工具主要系证券公司收益互换产品，其他非流动金融资产为权益工具投资。

截至 2020 年 6 月末，公司资产总额合计 6,601.36 亿元，较年初增长 4.48%，其中货币资金较年初增长 31.99%，主要系安信证券代理买卖证券业务规模扩大以及借款增加所致；其中流动资产占比 40.71%，非流动资产占比 59.29%，资产结构仍以非流动资产为主，各类资产构成变化不大。从使用受限情况来看，截至 2020 年 6 月末，公司受限资产合计 320.98 亿元，占资产总额的 4.86%，主要是为取得银行借款提供的抵押、质押资产，主要抵押权人、质押权人为商业银行，受限期限大部分为 1~3 年。

表 11 截至 2020 年 6 月末公司资产受限情况（单位：亿元、%）

项目	期末账面价值	占资产总额比重	受限原因
货币资金	82.12	1.24	保证金、央行准备金存款、风险备付金
应收票据	0.30	0.00	质押
应收账款	24.69	0.37	保理
存货	0.45	0.01	抵押借款
固定资产	53.28	0.81	抵押借款
无形资产	1.47	0.02	抵押借款
其他	158.67	2.40	融资类负债担保、子公司股权质押等
合计	320.98	4.86	--

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

## （2）负债及所有者权益

随着公司对外融资规模扩大，负债及债务规模均逐年增加，负债结构以非流动负债为主，债务期限结构较好但整体债务压力较重。

2017—2019 年末，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 13.71%。截至 2019 年底，公司负债总额为 4,368.27 亿元，较年初增长 9.92%；其中，流动负债占比 44.44%，非流动负债占比 55.56%，负债构成偏向以非流动负债为主。

2017—2019 年末，公司流动负债规模逐年增长，年均复合增长 14.50%，主要系短期借款、应付票据、代理买卖证券款及一年内到期的非流动负债增加所致。截至 2019 年末，公司流动负债主要由短期借款（占比 15.11%）、应付票据及应付账款（占比 8.26%）、卖出回购金融资产款（占比 9.88%）、其他应付款（占比 12.46%）、代理买卖证券款（占比 23.15%）和一年内到期的非流动负债（占比 16.68%）构成，其他负债科目占比较小。

2017—2019 年末，公司短期借款先增后减、总体增加，年均复合增长 43.54%；截至 2019 年末，公司短期借款主要由信用借款、应付短期公司债和保证借款构成，分别占比 76.68%、10.20%和 6.54%。应付票据及应付账款逐年增加，年均复合增长 15.68%，主要系应付票据增加；截至 2019 年末，应付票据为 53.38 亿元，较年初增长 43.14%，主要系银行承兑汇票增加；应付账款为 106.91 亿元，账龄主要集中于 1 年以内及 1~2 年，分别占比 78.14%和 10.83%。公司卖出回购金融资产先增后减、总体增加，年均复合增长 3.22%，主要系受安信证券质押回购业务规模变化所致。公司其他应付款逐年增加，年均复合增长 2.47%，主要系应付合并结构化主体的其他投资人权益、保证金及押金等。公司代理买卖证券款波动增加，年均复合增长 13.40%，2019 年末较年初增长 40.77%，主要系证券市场回暖所致。公司一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长 28.21%。

表 12 公司负债主要构成情况 (单位: 亿元)

科目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
<b>流动负债</b>	<b>1,480.74</b>	<b>1,770.67</b>	<b>1,941.40</b>	<b>2,172.88</b>
其中: 短期借款	142.35	356.66	293.32	432.89
应付票据及应付账款	119.78	148.86	160.29	146.52
卖出回购金融资产	179.94	222.93	191.71	210.15
其他应付款	230.40	234.75	241.91	262.60
代理买卖证券款	349.51	319.26	449.43	566.40
一年内到期的非流动负债	196.99	247.25	323.83	245.06
<b>非流动负债</b>	<b>1,897.76</b>	<b>2,203.43</b>	<b>2,426.87</b>	<b>2,430.33</b>
其中: 长期借款	1,222.71	1,398.48	1,334.05	1,308.01
应付债券	634.73	758.64	1,025.48	1,044.93
<b>负债总额</b>	<b>3,378.49</b>	<b>3,974.10</b>	<b>4,368.27</b>	<b>4,603.21</b>

资料来源: 公司财务报告, 联合评级整理

2017—2019 年末, 公司非流动负债逐年增加, 年均复合增长 13.08%, 主要系长期借款和应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成, 2019 年末分别占比 54.97%和 42.26%。2017—2019 年末, 公司长期借款和应付债券规模均逐年增长, 年均复合增长率分别为 4.45%和 27.11%。

随着对外融资规模扩大, 2017—2019 年末, 公司全部债务规模逐年增长, 三年复合增长 15.38%。截至 2019 年末, 公司全部债务为 3,341.05 亿元, 较年初增长 6.63%; 其中, 短期债务占比 28.22%, 长期债务占比 71.78%, 债务结构以长期债务为主。从主要负债指标来看, 2017—2019 年末, 公司资产负债率及自有资产负债率整体变化均不大。截至 2019 年末, 公司资产负债率为 69.13%, 自有资产负债率为 64.92%, 负债水平较高。2017—2019 年底, 公司全部债务资本化比率及长期债务资本化比率均呈波动增长趋势, 总体债务负担较重。

表 13 公司债务构成及主要负债指标 (单位: 亿元)

科目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
短期债务	642.84	953.62	942.78	1,078.93
长期债务	1,866.81	2,179.78	2,398.27	2,368.77
全部债务	2,509.65	3,133.41	3,341.05	3,447.70
资产负债率	68.45	68.60	69.13	69.73
自有资产负债率	64.21	65.16	64.92	/
全部债务资本化比率	61.71	63.27	63.14	63.31
长期债务资本化比率	54.52	54.51	55.15	54.24

注: 自有资产负债率= (资产总额-代理买卖证券款-应付合并结构化主体的其他投资人权益) / (负债总额-代理买卖证券款-应付合并结构化主体的其他投资人权益) × 100%

资料来源: 公司财务报告, 联合评级整理

截至 2020 年 6 月末, 公司负债总额为 4,603.21 亿元, 较年初增长 5.38%, 主要系短期借款和代理买卖证券款增长带动, 分别较年初增长 47.58%和 26.03%; 其中流动负债占比 47.20%、非流动负债占比 52.80%。公司资产负债率为 69.73%, 全部债务资本化比率为 63.31%, 均较年初变化不大。截至 2020 年 6 月末, 公司全部债务为 3,447.70 亿元, 较年初增长 3.19%; 从公司提供的债务到期期限结构来看<sup>4</sup>, 公司 2020 年到期债务占比 18.67%, 2021 年到期债务占比 16.24%, 2022 年到期债务占比 11.06%, 2023 年及以后到期的占比 54.03%, 到期期限较为分散。

<sup>4</sup> 公司有息债务规模统计口径与本报告不一致, 但不影响分析结论, 公司提供的 2020 年 6 月末有息债务规模为 3,434.45 亿元。

公司所有者权益规模很大且逐年增长，所有者权益结构整体稳定性一般。

2017—2019年末，公司所有者权益逐年增长，三年复合增长11.92%，主要系利润留存、资产划拨所致。截至2019年末，公司所有者权益合计1,950.28亿元，较年初增长7.22%，主要系留存利润及金融资产公允价值变动使得其他综合收益增加所致；其中，归属于母公司的所有者权益占比46.05%，少数股东权益占比51.46%（主要系合并范围内非全资子公司较多所致，部分上市公司持股比例虽未超过50%但形成实际控制，故纳入合并报表）。截至2019年末，归属于母公司的所有者权益中，实收资本占比37.64%，资本公积占比18.91%，未分配利润占比32.73%，公司所有者权益结构稳定性一般。2017—2019年，公司分别上缴国有资本收益7.82亿元、9.25亿元和23.70亿元，分别占上年度归属于母公司所有者净利润的13.50%、13.50%和38.26%，未分配利润对所有者权益补充效果尚可。

截至2020年6月末，公司所有者权益为1,998.16亿元，较年初增长2.46%，主要系未分配利润增加所致，所有者权益结构变化不大。

### （3）盈利能力

公司收入和利润规模实现较好增长，盈利能力较好；但投资收益对营业利润贡献较大，受宏观环境、参股企业经营状况和金融市场行情等因素影响，面临一定波动风险。

2017—2019年，公司营业总收入逐年增长，年均复合增长26.00%；投资收益先增后减、总体减少，年均复合减少1.33%；公司净利润整体呈增长趋势，年均复合增长5.04%。具体请见本报告经营概况处分析。

图5 公司盈利变化情况



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

公司营业总成本亦逐年增长，2017—2019年，公司营业总成本逐年增长，年均复合增长27.91%。2019年，公司营业总成本同比增长18.60%，主要系营业成本及期间费用增加所致，分别较上年同期增长19.10%和20.31%。公司营业总成本主要由营业成本和期间费用构成，2019年末分别占比77.18%和18.55%。公司期间费用中管理费用和财务费用占比较高，2019年分别为45.46%和40.97%。

表14 公司营业总成本构成（单位：亿元）

科目	2017年	2018年	2019年	2020年1—6月
营业成本	594.80	865.89	1,031.26	438.43
期间费用	180.29	206.08	247.93	127.52
利息支出	21.88	29.24	29.83	13.26
其他	19.77	25.44	27.22	13.21
<b>营业总成本</b>	<b>816.74</b>	<b>1,126.65</b>	<b>1,336.23</b>	<b>592.42</b>

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

2017—2019年，公司各类减值损失（资产减值损失+信用减值损失）分别为9.27亿元、19.93亿元和20.61亿元，2018年同比增长115.05%，主要系坏账损失、存货跌价损失和可供出售金融资产计提减值损失增加，且新增计提无形资产减值损失所致。

从主要盈利能力指标看，2017—2019年，公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率逐年下滑，但公司盈利能力仍属较强。

表 15 公司主要盈利指标（单位：%）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—6月
营业利润率	23.44	21.57	19.82	20.39
总资产收益率	3.04	3.03	2.66	1.14
净资产收益率	10.05	9.64	8.55	3.74

注：2020年1—6月相关指标未经年化  
资料来源：公司财务报告，联合评级整理

2020年1—6月，公司营业总收入625.93亿元，同比小幅下滑2.20%，主要系受疫情影响电力业务收入有所下滑所致。公司实现投资收益63.67亿元，同比增长68.51%。同期，受公允价值变动收益减少及子公司中投保计提的信用减值损失增加影响，公司净利润为73.75亿元，同比下滑11.26%。

#### （4）现金流

随着资本市场回暖，公司经营活动现金流净流入规模逐年增加，投资活动保持较大规模净流出状态，筹资活动保持净流入态势，整体现金流正常。投资活动一定程度上仍依赖外部融资，随着在建工程的持续投入建设，公司存在一定外部融资需求。

从经营活动来看，2017—2019年，公司经营活动现金流均呈净流入态势，且净流入规模逐年增加，年均复合增长238.92%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金及收到其他与经营活动有关的现金增加。从投资活动来看，2017—2019年，公司投资活动现金流均呈净流出态势，净流出规模逐年收缩，2019年净流出规模同比下降59.18%，主要系公司投资收到的现金增加所致。从筹资活动看，2017—2019年，公司筹资活动现金流呈净流入态势，2019年净流入规模有所减少，同比下降59.68%，主要系公司偿还债务支付的现金增加所致。公司融资渠道畅通，融资能力强，整体现金流保持正常。

2020年1—6月，公司经营活动现金流净额为273.63亿元；投资性现金流转为净流入状态，为36.47亿元；筹资性现金流净额呈净流出状态，为-73.68亿元，主要系偿债规模增加所致。

表 16 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—6月
经营性现金流量净额	11.11	48.22	127.65	273.63
投资性现金流量净额	-224.00	-429.39	-175.27	36.47
筹资性现金流量净额	100.39	353.52	142.55	-73.68
现金及现金等价物净增加额	-113.99	-26.43	96.32	199.06
期末现金及现金等价物余额	617.27	590.85	687.16	886.22

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

#### （5）偿债能力

公司偿债指标表现尚可，考虑到公司作为中央企业中的大型国有投资控股公司，政策资金支持力度很大，直接和间接融资渠道畅通，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，公司流动比率和速动比率整体均呈上升趋势，2019年分别为1.26倍和1.18倍，处于较好水平；现金短期债务比先降后升、总体上升，2019年为1.34倍；

同时考虑到公司流动资产中货币资金较为充足，公司短期偿债能力较好。2020年6月末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为1.24倍、1.15倍和1.37倍，保持较好水平。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA规模逐年增长，年均复合增长9.36%；2019年公司EBITDA同比增长6.77%，其中利润总额占比44.77%、折旧占比23.34%、各类利息支出合计占比32.14%。2017—2019年，公司EBITDA利息倍数和EBITDA全部债务比整体小幅下降，2019年分别为3.11倍和0.13倍，EBITDA对利息的保障倍数较高，但对全部债务的保障程度一般。

表 17 公司主要偿债能力指标（单位：%、亿元）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年6月
流动比率	1.11	1.11	1.26	1.24
速动比率	1.05	1.02	1.18	1.15
现金短期债务比	1.31	1.11	1.34	1.37
EBITDA	375.05	420.11	448.56	/
EBITDA 利息倍数	3.38	3.12	3.11	/
EBITDA 全部债务比	0.15	0.13	0.13	/

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

截至2020年6月末，公司共获得主要银行授信额度人民币8,112.33亿元，其中未使用授信额度为5,513.20亿元，此外公司旗下拥有多家上市公司，直接和间接融资渠道畅通。

截至2020年6月末，公司及下属子公司涉及多起未决诉讼（含起诉与应诉），但对公司经营状况影响不大，2020年6月末公司无未决诉讼引起的预计负债。

截至2020年6月末，公司及其子公司对外担保余额35.49亿元（不含子公司中投保对外担保），占公司2020年6月末合并口径净资产的1.78%，其中对中国大唐集团有限公司担保25.00亿元，对国投印尼巴布亚水泥有限公司担保9.44亿元；公司担保涉及的或有负债风险不大。

### 3. 母公司报表分析

公司本部作为股权管理平台，资产中长期股权投资占比较高，资产规模保持增长趋势；负债规模逐年增长，债务负担有所增加；公司本部收入主要来源于投资收益，盈利能力处于较好水平；偿债能力指标表现一般。

2017—2019年末，公司母公司口径资产总额年均复合增长20.82%，2019年末为1,411.38亿元，其中非流动资产占比95.66%。公司本部作为股权管理平台，资产中长期股权投资占比较高，为80.74%。

2017—2019年末，公司母公司口径负债总额逐年增长，年均复合增长25.26%，负债结构以非流动负债为主，近三年末占比均在87%左右。截至2019年末，公司母公司口径负债总额为785.42亿元，较上年末增长23.93%，其中有息债务为744.15亿元，有息债务主要由短期借款（占比5.38%）、长期借款（占比16.80%）和应付债券（占比73.91%）为主。2017—2019年末，公司资产负债率（母公司口径）分别为51.78%、51.81%和55.65%，全部债务资本化比率分别为50.76%、51.06%和54.31%，杠杆水平逐年上升，债务负担有所增加。

公司本部利润主要来自于投资收益。2017—2019年，公司本部营业总收入逐年增长，年均复合增长15.73%；投资收益波动减少，年均复合减少17.66%；受投资收益波动影响，净利润波动下降，年均复合减少29.13%。2019年，公司本部营业总收入4.61亿元、投资收益66.28亿元，同比分别增长27.88%和31.91%，同期实现净利润36.12亿元，同比增长51.87%。2017—2019年，公司净资产

收益率（母公司口径）分别为 16.78%、4.51%和 5.94%，波动下降，但仍处于较好水平。

从母公司偿债能力来看，2019 年，公司本部流动比率为 0.57 倍；EBITDA（母公司口径）为 65.08 亿元，EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比（均母公司口径）分别为 2.25 倍和 0.09 倍，其对利息倍数覆盖程度较高、对债务覆盖程度较差；整体看，公司本部偿债能力指标表现一般。

截至 2020 年 6 月末，公司母公司口径（下同）资产总额合计 1,380.85 亿元，较年初小幅下滑 2.16%，其中长期股权投资占比 83.95%。负债总额 755.52 亿元，较年初减少 3.81%，仍以非流动负债为主，占比 85.67%；本部资产负债率为 54.71%，全部债务资本化比率为 55.58%。所有者权益 625.33 亿元，较年初基本持平。从盈利情况来看，公司本部实现营业总收入 2.34 亿元，同比增长 8.40%；投资收益 36.43 亿元，同比小幅下滑 1.82%；受财务费用增加影响，公司同期实现净利润 19.95 亿元，同比下滑 13.15%。

## 八、本期公司债券偿还能力分析

本期公司发行债券为可续期公司债，在每个约定的周期末附公司续期选择权，于公司行使续期选择权时延长 1 个周期，公司不行使续期选择权则全额到期兑付。公司根据相关规定将本期债券计入权益，本评级报告将其视为普通有息债务测算本期债券偿还能力。

### 1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2020 年 6 月底，公司全部债务总额为 3,447.70 亿元，假设本期发行债券规模为 10.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发债额较小，对公司负债水平影响较小。

以 2020 年 6 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 10.00 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.78%、63.38%和 54.35%，相较发行前分别增长 0.05 个、0.07 个和 0.10 个百分点，债务负担有所增加。

### 2. 本期公司债券偿还能力分析

以 2019 年和 2020 年上半年财务数据为基础，按本期公司债券发行规模为 10.00 亿元进行计算，公司各项指标对于本次债券本金的覆盖倍数如下表，公司所有者权益、主要利润指标和经营活动现金流净额对本期债券本金的保障程度均很高。

表 18 本期公司债券偿还能力指标（单位：倍）

项目	2019 年	2020 年 1—6 月
所有者权益/本期债券发行额度	195.03	199.82
净利润/本期债券发行额度	16.11	7.37
EBITDA/本期债券发行额度	44.86	/
经营活动现金流量净额/本期债券发行额度	12.77	27.36

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

综合以上分析，并考虑到公司作为大型中央企业，资本实力强，营业收入规模较大，盈利能力较强，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

## 九、综合评价

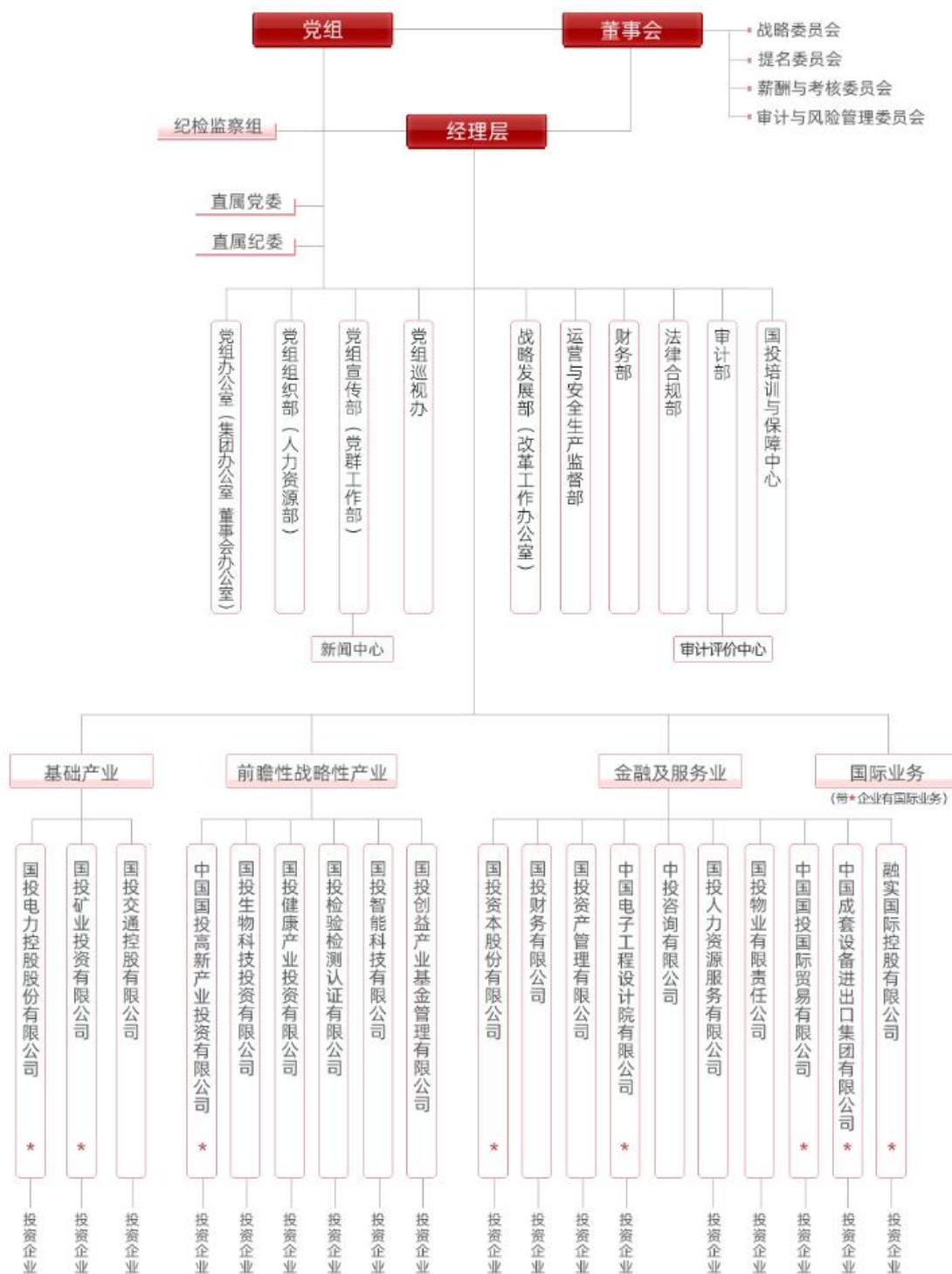
公司作为中央企业中的大型国有投资控股公司，在国家重点投资项目建设、国有资产经营等方面，承担了国有资产结构调整职能，受国家支持力度大。目前公司业务涉及基础产业、前瞻性战略性新兴产业、金融及服务业等多个战略业务单元，其中基础产业规模优势明显，金融业务资质齐全；公司资产规模大，盈利能力较好，偿债能力极强。

同时，联合评级也关注到近年来公司债务负担较重，资本支出压力较大以及投资收益存在一定不稳定性；此外，国内经济形势及国际政治环境或将对公司经营带来不利影响。

未来，随着公司在建及拟建电力项目的建设完成，公司电力装机规模将进一步扩大；同时资本市场的持续建设将为公司金融板块的发展创造良好的条件。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

## 附件 1 截至 2020 年 6 月末国家开发投资集团有限公司 组织结构图



## 附件 2 国家开发投资集团有限公司 合并口径主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
资产总额 (亿元)	4,935.52	5,792.96	6,318.55	6,601.36
负债总额 (亿元)	3,378.49	3,974.10	4,368.27	4,603.21
所有者权益 (亿元)	1,557.03	1,818.86	1,950.28	1,998.16
短期债务 (亿元)	642.84	953.62	942.78	1,078.93
长期债务 (亿元)	1,866.81	2,179.78	2,398.27	2,368.77
全部债务 (亿元)	2,509.65	3,133.41	3,341.05	3,447.70
营业总收入 (亿元)	894.03	1,213.80	1,419.46	625.93
投资收益 (亿元)	104.57	112.78	101.81	63.67
净利润 (亿元)	145.97	162.79	161.07	73.75
经营性净现金流 (亿元)	11.11	48.22	127.65	273.63
现金收入比率 (%)	98.68	100.06	101.23	102.09
总资产报酬率 (%)	3.04	3.03	2.66	1.14
净资产收益率 (%)	10.05	9.64	8.55	3.74
营业利润率 (%)	23.44	21.57	19.82	20.39
费用收入比 (%)	20.17	16.67	16.84	19.79
资产负债率 (%)	68.45	68.60	69.13	69.73
全部债务资本化比率 (%)	61.71	63.27	63.14	63.31
长期债务资本化比率 (%)	54.52	54.51	55.15	54.24
流动比率 (倍)	1.11	1.11	1.26	1.24
速动比率 (倍)	1.05	1.02	1.18	1.15
现金短期债务比 (倍)	1.31	1.11	1.34	1.37
经营现金流动负债比率 (%)	0.75	2.72	6.58	12.59
EBITDA (亿元)	375.05	420.11	448.56	/
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.38	3.12	3.11	/
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.15	0.13	0.13	/
EBITDA/本期发债额度 (倍)	37.50	42.01	44.86	/

### 附件3 国家开发投资集团有限公司 母公司口径主要财务指标

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-6月
资产总额（亿元）	966.88	1,223.20	1,411.38	1,380.85
负债总额（亿元）	500.60	633.74	785.42	755.52
所有者权益（亿元）	466.27	589.45	625.95	625.33
短期债务（亿元）	47.10	55.00	69.10	137.98
长期债务（亿元）	433.66	560.05	675.05	644.58
全部债务（亿元）	480.76	615.05	744.15	782.56
营业总收入（亿元）	3.44	3.61	4.61	2.34
投资收益（亿元）	97.75	50.24	66.28	36.43
净利润（亿元）	71.92	23.78	36.12	19.95
经营性净现金流（亿元）	-5.78	-7.66	-5.58	-3.64
总资产报酬率（%）	7.84	2.17	2.74	1.43
净资产收益率（%）	16.78	4.51	5.94	3.19
资产负债率（%）	51.78	51.81	55.65	54.71
全部债务资本化比率（%）	50.76	51.06	54.31	55.58
长期债务资本化比率（%）	48.19	48.72	51.89	50.76
流动比率（倍）	1.40	1.27	0.57	0.67
速动比率（倍）	1.40	1.27	0.57	0.67
现金短期债务比（倍）	0.96	0.96	0.58	0.16
经营现金流流动负债比率（%）	-9.13	-10.53	-5.18	-3.36
EBITDA（亿元）	97.62	49.17	65.08	/
EBITDA 利息倍数（倍）	4.76	1.95	2.25	/
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.08	0.09	/
EBITDA/本期发债额度（倍）	9.76	4.92	6.51	/

注：短期债务（母公司）计算未包括其他流动负债中可能有息的负债

## 附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本次-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[ (期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资产收益率	净利润/[ (期初总资产+期末总资产) /2]×100%
净资产收益率	净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) /主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用+研发费用) /营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益) ×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(利息支出+资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出+利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出+利息支出)
<b>本期公司债券偿还能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款(不包括专项应付款)

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+交易性金融资产+应付票据+拆入资金  
+一年内到期的非流动负债+卖出回购金融资产+其他流动负债中的有息债务

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销+利息支出

## 附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

## 联合信用评级有限公司关于 国家开发投资集团有限公司 2020年面向合格投资者公开发行永续期公司债券（第二期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年国家开发投资集团有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

国家开发投资集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。国家开发投资集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注国家开发投资集团有限公司的相关状况，如发现国家开发投资集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如国家开发投资集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至国家开发投资集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送国家开发投资集团有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇二〇年十月十四日